COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

sobre a adequação, de um ponto de vista prudencial e económico, do Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos fundos do mercado monetário

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO 3

1.1. Contexto 3

1.2. Base jurídica do relatório 4

1.3. Metodologia e processo de consulta 4

2. O SETOR DOS FMM NA ATUALIDADE 5

2.1. Principais alterações introduzidas pelo Regulamento FMM 5

2.2. Atual estrutura de mercado 7

2.3. Evolução recente do mercado e ensinamentos retirados 11

3. ADEQUAÇÃO DO REGULAMENTO FMM DE UM PONTO DE VISTA PRUDENCIAL E ECONÓMICO 15

3.1. Os FMM e a dívida emitida ou garantida por Estados-Membros da UE. 15

3.2. Definições uniformes de ativos mobiliários de liquidez e qualidade de crédito elevada e extremamente elevada 16

3.3. Impacto do Regulamento FMM nos mercados de financiamento a curto prazo 17

3.4. Evolução da regulamentação a nível internacional 19

3.4.1. Reduzir o risco de corridas aos fundos 20

3.4.2. Reforçar a liquidez dos FMM e a sua capacidade para absorver perdas 21

3.4.3. Outras medidas 22

3.5. Viabilidade do estabelecimento de uma quota mínima de 80 % de dívida pública da UE 22

4. CONCLUSÕES 24

ABREVIATURAS

AIFMD	Diretiva Gestores de Fundos de Investimento Alternativos
VLC	FMM com valor líquido constante
BCE	Banco Central Europeu
ESMA	Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
CERS	Comité Europeu do Risco Sistémico
EUR	Euro
CEF	Conselho de Estabilidade Financeira
GBP	Libra esterlina
VLBV	FMM com valor líquido de baixa volatilidade
FMM	Fundo do Mercado Monetário
Regulamento FMM	Regulamento (UE) 2017/1131 relativo aos fundos do mercado monetário
VL	Valor líquido
ANC	Autoridades nacionais competentes
USD	Dólar dos Estados Unidos
OICVM	Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários
VLV	FMM com valor líquido variável
AMS	Ativos com Maturidade Semanal

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

O Regulamento (UE) 2017/1131 relativo aos fundos do mercado monetário (Regulamento FMM) foi proposto no rescaldo da crise financeira mundial, que expôs algumas debilidades dos mercados financeiros e dos respetivos regimes regulamentares em todo o mundo. Desde o início da sua aplicação, em janeiro de 2019, este regulamento reforçou consideravelmente o regime regulamentar aplicável aos FMM estabelecidos na UE, na sequência de recomendações do Conselho de Estabilidade Financeira (CEF), da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO)[1] e do Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS).

O novo quadro regulamentar foi colocado à prova pela tensão de mercado decorrente da pandemia de COVID-19. O impacto desta tensão sobre os FMM variou consoante as jurisdições, devido a diferenças nas estruturas dos mercados de FMM (nomeadamente em termos de tipos de FMM predominantes, perfis de investidores e investimentos subjacentes) e a diferenças residuais nos quadros regulamentares aplicáveis a esses fundos. Os principais bancos centrais, como o Banco Central Europeu (BCE) e a Reserva Federal norte-americana adotaram várias medidas para atenuar os efeitos, incluindo compras firmes de papel comercial[2] nos mercados primário e secundário, a concessão de empréstimos aos bancos para que estes comprem ativos aos FMM (Reserva Federal) e o alargamento da garantia elegível para operações de refinanciamento, de forma a abranger as obrigações bancárias não garantidas (BCE). Estas intervenções aumentaram a liquidez e a confiança nos mercados de dívida a curto prazo, o que também contribuiu para desacelerar o ritmo dos resgates de FMM. Embora em março de 2020, bem como noutros períodos de tensão do mercado, se tenham registado importantes saídas de capital em determinados tipos de FMM, nenhum dos FMM da UE foi obrigado a acionar comissões ou restrições aos resgates[3], nem a suspender estes últimos.

Na sequência da tensão do mercado no contexto da COVID-19, as autoridades prudenciais a nível europeu e mundial começaram a desenvolver propostas de políticas destinadas a reforçar a resiliência dos FMM. Em especial, o CEF[4], o CERS[5] e a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA)[6] propuseram várias reformas para assegurar que, em períodos de tensão, os FMM não amplificam os choques de liquidez. Uma dessas propostas

---

1 A OICV realizou uma análise interpares da aplicação das reformas dos FMM em diferentes jurisdições e, em 20 de novembro de 2020, publicou uma análise temática sobre a coerência na aplicação dessas reformas. O relatório confirma que os objetivos regulamentares alcançados registam um elevado nível de conformidade com as recomendações iniciais.

2 Papel comercial: «uma promessa não garantida de pagamento de um determinado montante numa data de vencimento estabelecida, emitida ao portador» (FMI, 2003). O papel comercial é principalmente emitido por empresas não financeiras.

3 As comissões de resgate são um instrumento de gestão da liquidez que, regra geral, aplica uma taxa fixa aos investidores que vendem ações de um fundo (normalmente dentro de um período predefinido). As restrições aos resgates são um instrumento de gestão da liquidez destinado a impedir que os investidores do fundo retirem uma parte do seu capital durante um determinado período.

4 CEF, 11 de outubro de 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (não traduzido para português).

5 Recomendação do CERS, de 2 de dezembro de 2021, relativa à reforma dos fundos do mercado monetário.

6 ESMA, 14 de fevereiro de 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (não traduzido para português).

consiste em pôr termo à possibilidade de os FMM com valor líquido de baixa volatilidade (VLBV) recorrerem à mensuração ao custo amortizado. No entanto, tal pode reduzir a eficácia dos FMM enquanto alternativas aos depósitos bancários para efeitos de gestão da liquidez, bem como limitar as opções das empresas em termos de gestão de tesouraria[7].

1.2. Base jurídica do relatório

O presente relatório é elaborado em conformidade com o artigo 46.º, n.º 1, do Regulamento FMM, que exige que a Comissão avalie o funcionamento do Regulamento FMM com base numa análise das atuais regras do ponto de vista prudencial e económico, e na sequência de consultas com a ESMA e, se for caso disso, com o CERS, em conformidade com o artigo 6.º, n.º 2, que especifica as condições que o presente relatório deve ter em conta. Este artigo exige ainda que a Comissão avalie se devem ser introduzidas alterações ao regime dos FMM de dívida pública com valor líquido constante (FMM VLC) e dos FMM VLBV.

1.3. Metodologia e processo de consulta

O presente relatório baseia-se em vários estudos realizados por organismos europeus e internacionais. Tanto o relatório do CEF[8] como o parecer da ESMA[9] beneficiaram de observações de partes interessadas. Tanto estes como as recomendações do CERS[10] contêm amplos conjuntos de dados e de provas recolhidos pelas autoridades de supervisão. O BCE publicou uma avaliação da eficácia do quadro regulamentar da UE de um ponto de vista da estabilidade financeira, com base no comportamento dos FMM durante a crise da COVID-19[11]. O presente relatório socorreu-se ainda de publicações académicas.

Entre 12 de abril e 20 de maio de 2022, a Comissão levou a cabo uma consulta das partes interessadas, com vista a recolher as suas opiniões quanto ao funcionamento do Regulamento FMM[12]. No total, foram recebidos contributos de 48 inquiridos. Mais de dois terços dos inquiridos indicaram que o Regulamento FMM se revelou eficaz na consecução dos seus principais objetivos em matéria de garantia da liquidez, aumento da proteção dos investidores, prevenção do risco de contágio e melhoria da transparência, supervisão e estabilidade financeira do mercado único. Esses inquiridos consideram que o Regulamento FMM contribuiu para a integração dos mercados de capitais e tornou os FMM mais resilientes, principalmente graças às suas regras relativas à qualidade de crédito[13] e à composição dos ativos[14]. As observações recebidas das partes interessadas apontam ainda para a importância de garantir a coerência das regras a nível da UE e de reforçar a supervisão. Além disso, os

---

7 Os FMM de dívida privada e com VL estável têm características semelhantes às dos depósitos, investem em instrumentos de passivo emitidos por bancos e são utilizados por empresas não financeiras enquanto instrumento de gestão da liquidez.

8 CEF, 11 de outubro de 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (não traduzido para português).

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf.

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html.

11 BCE, outubro de 2022, *Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose?. Lessons from the COVID-19 turmoil* (não traduzido para português), Working Paper Series, n.º 2737.

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_pt.

13 Artigos 19.º a 23.º do Regulamento (UE) 2017/1131 (Regulamento FMM).

14 Artigo 8.º a 18.º do Regulamento (UE) 2017/1131 (Regulamento FMM).

investidores transfronteiriços também acolhem favoravelmente o facto de o Regulamento FMM permitir que efetuem uma gestão de tesouraria a nível mundial, através de um processo normalizado do ponto de vista contabilístico e da gestão dos riscos.

2. O SETOR DOS FMM NA ATUALIDADE

2.1. Principais alterações introduzidas pelo Regulamento FMM

Antes da introdução do Regulamento FMM, a maioria dos FMM da UE funcionava ao abrigo das regras da Diretiva OICVM[15] e dos respetivos atos de execução e orientações, bem como dos códigos de conduta do setor. A maioria dos FMM da UE encontra-se domiciliada em França, na Irlanda e no Luxemburgo. O Luxemburgo e a Irlanda desenvolveram um setor de FMM com FMM VLC em moeda estrangeira, direcionados para investidores institucionais de países terceiros.

O Regulamento FMM introduziu um regime regulamentar específico e bastante mais desenvolvido para os FMM estabelecidos na UE, principalmente com o intuito de dar resposta aos desafios em matéria de risco de crédito e de liquidez que os FMM experienciaram durante a crise de 2008. Ao harmonizar as características fundamentais do produto inerentes a um FMM, o quadro estabeleceu igualmente um nível uniforme de proteção dos investidores, através de regras sobre a gestão da liquidez e do risco de liquidez relacionadas, nomeadamente, com as reservas de liquidez, os ativos nos quais os FMM podem investir, a diversificação, a avaliação e a avaliação interna da qualidade de crédito. Reforçou também a transparência perante os investidores e a supervisão, incluindo através de uma exaustiva comunicação de informações às autoridades nacionais competentes (ANC).

Além disso, o Regulamento FMM proíbe explicitamente o «apoio externo», de modo a evitar o risco de contágio entre o setor dos FMM e o resto do setor financeiro. A política de «conhecimento do cliente» obriga os gestores de todos os tipos de FMM a anteciparem o efeito de resgates simultâneos por vários investidores. Todos os gestores têm de ajustar o nível de liquidez efetivo às necessidades de tesouraria específicas dos seus clientes, em qualquer altura dos seus ciclos contabilísticos.

O Regulamento FMM criou um novo tipo de FMM, o FMM VLBV, para substituir os FMM VLC investidos em dívida não pública. À semelhança dos FMM de dívida pública VLC, os FMM VLBV podem utilizar a mensuração ao custo amortizado para oferecer um preço de resgate estável, desde que o valor dos ativos subjacentes não divirjaem mais de 20 pontos de base do valor de mercado do valor líquido do fundo[16]. Ambos os valores são publicados diariamente. Caso divirjam em mais de 20 pontos de base, o fundo VLBV é obrigado a passar de um VL constante para um VL variável[17].

---

[15] Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM).

[16] A característica distintiva dos FMM de dívida pública VLC e dos FMM VLBV é o facto de o VL ser arredondado à segunda casa decimal, embora, no caso dos FMM VLBV, tal apenas seja possível dentro do intervalo de 20 pontos de base (por oposição ao arredondamento à quarta casa decimal, no caso dos FMM VLV). Este arredondamento faz com que, ao resgatarem ações, os investidores não sejam obrigados a reconhecer as mais-valias e perdas não realizadas de muito pequena dimensão das carteiras.

[17] O Regulamento FMM impõe uma série de outras regras relacionadas com as carteiras e com a avaliação, que visam assegurar a proteção dos investidores e a estabilidade do mercado financeiro.

O cumprimento do Regulamento FMM acarretou alguns custos jurídicos e operacionais para os gestores de ativos, que, a fim de assegurarem a conformidade com os requisitos de liquidez, tiveram de proceder à transição dos fundos existentes para o novo regime, aumentar a transparência, melhorar os seus processos de gestão do risco e monitorizar de perto os seus investimentos e o risco de crédito e de liquidez conexo. Os distribuidores terceiros, as plataformas e os depositários também foram afetados por implicações em termos de custos. Os investidores dos FMM necessitaram de mais tempo e recursos para desenvolver as políticas de investimento, os controlos e a supervisão no âmbito do regime, os sistemas de tesouraria e os processos contabilísticos, bem como para assegurar a familiarização dos auditores com as novas estruturas dos FMM, de um ponto de vista da caixa e da equivalência de caixa. No entanto, os resultados da consulta não deram conta de custos excessivos, nem apontaram para um potencial de simplificação significativo.

No seu estudo sobre as perspetivas de mercado (*Market Insights*, no original em inglês), de outubro de 2020, a Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos assinalou que os rigorosos requisitos regulamentares introduzidos pelo Regulamento FMM, em conjugação com o aumento dos custos decorrentes do cumprimento da regulamentação, levaram a que, no primeiro trimestre de 2019, o número de FMM classificados como OICVM diminuísse em 16 %, dado que vários gestores de ativos optaram por encerrar os seus FMM, principalmente os de menor dimensão, ou por convertê-los em fundos de obrigações de curto prazo. Além disso, certos fundos deixaram de cumprir os requisitos regulamentares mais exigentes impostos pelo Regulamento FMM, tendo por isso deixado de ser considerados FMM. Não obstante a diminuição do número de FMM, os FMM europeus registaram entradas líquidas consideráveis em 2019 e 2020.

Quadro 1: principais características e garantias dos FMM da UE

	FMM a curto prazo			**FMM normal**
	VL estável		**Valor Líquido Variável (VLV)**	
Designação	Dívida pública com valor líquido constante (Dívida Pública VLC)[18]	Valor líquido de baixa volatilidade (VLBV)[19]	VLV de curto prazo[20]	VLV normal[21]
Dívida pública	Mín. de 99,5 % em dívida pública, em acordos de revenda garantidos por dívida pública e em numerário	Autorizado		
Prazo de vencimento médio ponderado[22]	Máx. 60 dias			Máx. 6 meses
Duração média ponderada[23]	Máx. 120 dias			Máx. 12 meses

[18] FMM de Dívida Pública com Valor Líquido Constante, conforme disposto no artigo 2.º, ponto 11, do Regulamento FMM.
[19] FMM com Valor Líquido de Baixa Volatilidade, conforme disposto no artigo 2.º, ponto 12, do Regulamento FMM.
[20] FMM VLV gerido como um FMM de Curto Prazo, nos termos do artigo 2.º, ponto 14, do Regulamento FMM.
[21] FMM VLV gerido como um FMM Normal, nos termos do artigo 2.º, ponto 15, do Regulamento FMM.
[22] Como definido no artigo 2.º, ponto 19, do Regulamento FMM.
[23] Como definida no artigo 2.º, ponto 20, do Regulamento FMM.

Maturidade dos ativos	Máx. 397 dias	Máx. dois anos, com um prazo mínimo de 397 dias até à data de revisão
Ativos com maturidade diária	Mín. 10 %	Mín. 7,5 %
Ativos com maturidade semanal	Mín. 30 % (dos quais até 17,5 % investidos em dívida pública)	Mín. 15 %

2.2. Atual estrutura de mercado

O artigo 46.º, n.º 2, alínea a), do Regulamento FMM exige que a Comissão analise a experiência adquirida na aplicação do presente regulamento e o seu impacto sobre os investidores, os FMM e os gestores de FMM na União.

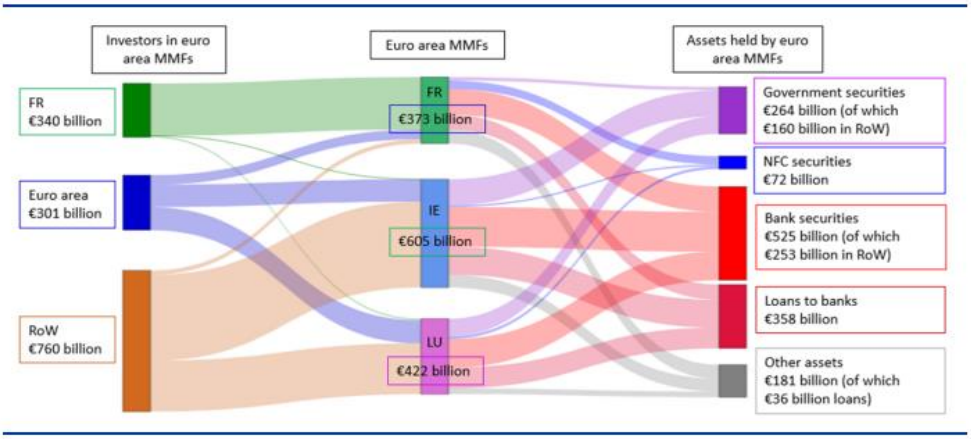
No final de 2021, os FMM da área do euro detinham um total de cerca de 1,5 biliões de EUR em ativos, repartidos entre FMM de dívida pública VLC (11 % dos ativos totais sob gestão), FMM VLBV (46 %), FMM VLV de curto prazo (12 %) e FMM normais VLV (31 %). Os FMM da UE são predominantemente expressos em euros (42 %), dólares dos Estados Unidos (31 %) e libras esterlinas (22 %) e estão concentrados num número reduzidos de países, e principalmente na Irlanda, no Luxemburgo e em França, que representam, respetivamente, 42 %, 26 % e 25 % do total de ativos sob gestão de FMM da UE[24].

Os FMM de dívida pública VLC e os FMM VLBV encontram-se principalmente expressos em dólares dos Estados Unidos e em libras esterlinas e estão domiciliados na Irlanda e no Luxemburgo. Os FMM expressos em euros são sobretudo estruturados enquanto FMM normais VLV, estando maioritariamente domiciliados em França (192 fundos, em dezembro de 2021).

[24] Ver também os relatórios da ESMA e do CERS.

Figura 1: Quem investe em FMM da área do euro e quais os investimentos subsequentes desses FMM?

Fonte: Boletim macroprudencial do BCE, de abril de 2021



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Conforme indicado na figura 2[25], os investidores empresariais e institucionais detêm a maioria das ações/unidades de participação dos FMM da área do euro. Os investidores profissionais representam 95 % do VL no que se refere a FMM VLC, sendo essa percentagem de 99 % para os FMM VLBV. No caso dos FMM VLV, a percentagem de investidores não profissionais é ligeiramente superior, sendo de 13 % e de 12 % para os FMM VLV a curto e normais, respetivamente[26].

Conforme indicado na figura 3, as instituições financeiras constituem os principais investidores em todos os tipos de FMM, representando 59 % do VL, sendo essa percentagem de 19 % no caso das empresas não financeiras.

No Luxemburgo e na Irlanda predominam os investidores de países terceiros, como indicado na figura 4. Os investidores de países terceiros representam mais de 77 % do VL dos FMM irlandeses, e perto de 63 % do VL no caso do Luxemburgo. No caso dos FMM irlandeses, trata-se principalmente de investidores estabelecidos no Reino Unido (60 % dos investidores, com base no montante detido), o que reflete a importância dos FMM expressos em moedas de países terceiros domiciliados nesses Estados-Membros. Em contrapartida, em França os investidores nacionais representam perto de 76 % do VL.

25 ESMA, 8 de fevereiro de 2023: *EU MMF market 2023* (não traduzido para português).

26 Tal decorre, em larga medida, dos FMM domiciliados em França, cuja percentagem de investidores não profissionais representa 12 % do VL, devido à existência de regimes de aforro de trabalhadores.

Figura 2: Investidores não profissionais *versus* investidores profissionais em FMM (% do VL total)
Fonte: Relatório de mercado de 2023 da ESMA.

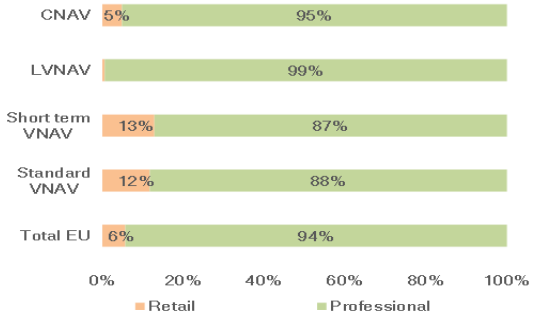


Figura 3: Tipos de investidores dos FMM por setor (% do VL total)
Fonte: Base de dados do Regulamento FMM, ESMA

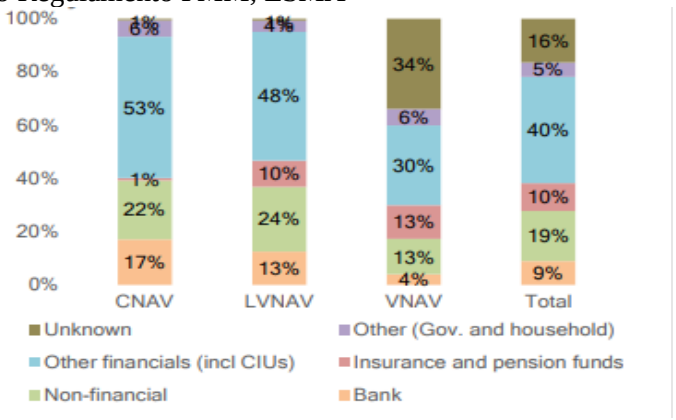
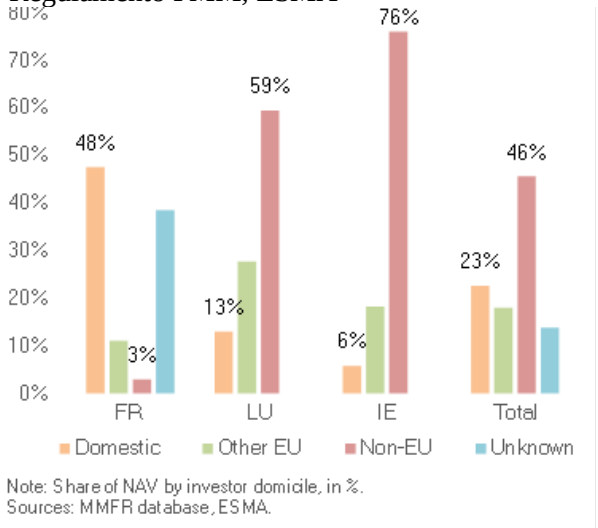


Figura 4: Percentagem de VL por local de domicílio do investidor (em %)
Fonte: Base de dados do Regulamento FMM, ESMA



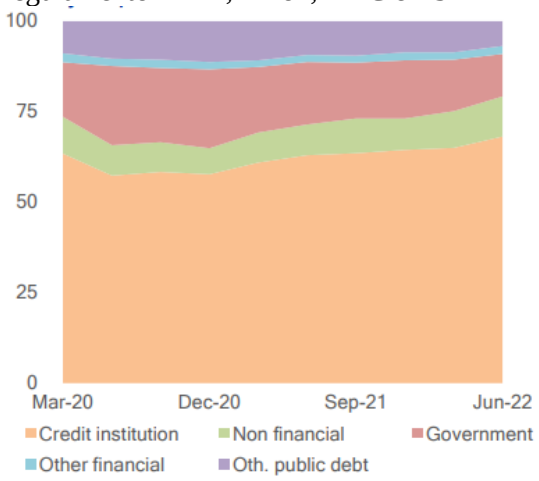
Os debates realizados com os investidores dos FMM e as respostas à consulta das partes interessadas permitiram apurar os seguintes critérios como os mais importantes para a escolha de investimento dos investidores: liquidez intradiária/diária, preservação do capital e diversificação. Os investidores também referiram que outras características dos FMM da UE – como a qualidade da carteira ou o nível de retorno – são importantes para a sua escolha de investimento. Os FMM são principalmente utilizados como um instrumento de gestão de tesouraria.

As ações de FMM são consideradas «caixa e equivalentes de caixa» ao abrigo da norma de contabilidade IAS[727]. Tal aplica-se aos FMM VLC e VLBV, devido ao seu valor estável e à possibilidade de resgates intradiários. Em algumas jurisdições, este tratamento contabilístico aplica-se igualmente aos FMM VLV. As respostas à consulta da Comissão indiciam que obrigar as empresas a investir noutros instrumentos com características diferentes criaria incerteza quanto ao tratamento contabilístico desses produtos enquanto «caixa ou equivalentes de caixa», para além de limitar as opções das empresas em termos de gestão de tesouraria, dado que esses outros instrumentos poderão não proporcionar liquidez intradiária.

Os FMM de dívida pública VLC têm de investir 99,5 % dos seus ativos em dívida pública, em acordos de revenda garantidos por dívida pública e em numerário. Os FMM VLBV e os FMM VLV investem principalmente em instrumentos do mercado monetário (67 % do total dos seus ativos), em combinação com depósitos, acordos de recompra e de revenda e outros ativos de curto prazo.

Conforme indicado na figura 5, os FMM da UE estão sobretudo expostos ao setor financeiro, o que inclui as instituições de crédito, cujos valores mobiliários representam mais de 60 % do total de instrumentos do mercado monetário detidos por esses FMM. As exposições a empresas não financeiras permanecem limitadas (10 % dos instrumentos do mercado monetário) e são principalmente detidas por FMM VLV[28]. De forma agregada, os FMM da UE detêm entre 50 % e 70 % do papel comercial financeiro e dos certificados de depósito negociáveis expressos em euros[29] (CEF, 2021).

Figura 5: Os instrumentos do mercado monetário detidos por FMM estão sobretudo expostos ao setor financeiro (% das detenções de instrumentos do mercado monetário)
Fonte: Base de dados do Regulamento FMM, Eikon, ANC e ESMA



Conforme indicado na figura 6, a maioria da exposição dos FMM da UE à dívida pública refere-se a entidades soberanas de países terceiros (74 % da exposição à dívida soberana no final de 2021). Essas exposições são, na sua maioria, detidas por FMM VLC, que reduziram significativamente a sua detenção de obrigações de dívida pública, de 62 % do total dos

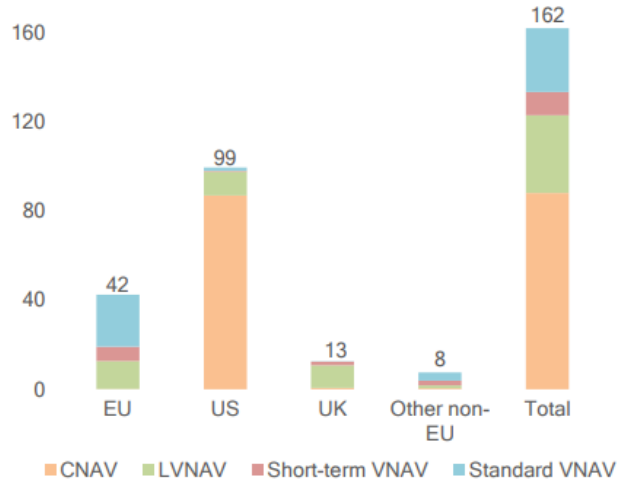
27 Regulamento (CE) n.º 1126/2008, Norma Internacional de Contabilidade 7, n.º 6: «Equivalentes de caixa (dinheiro) são investimentos a curto prazo, altamente líquidos, que sejam prontamente convertíveis para quantias conhecidas de dinheiro e que estejam sujeitos a um risco insignificante de alterações de valor.»

28 ESMA, 8 de fevereiro de 2023: *EU MMF market 2023* (não traduzido para português).

29 Certificados de depósitos: um certificado, emitido por um banco, que reconhece um depósito nesse banco por um período especificado e com uma taxa de juro determinada (FMI, 2003).

ativos, em junho de 2021, para 32 % em junho de 2022. Ao mesmo tempo, impulsionados pela expectativa de uma alteração das taxas de juro, aumentaram as suas exposições ao mercado de recompra. A percentagem de obrigações do Estado nas carteiras dos FMM VLBV aumentou significativamente ao longo de 2020, embora, ao longo de 2021 e do primeiro semestre de 2022, tenha sido reajustada à sua composição pré-COVID-19. Habitualmente, os FMM VLV detêm uma percentagem inferior de dívida pública, que representa, em média, 7 % dos seus ativos[30].

Figura 6: Exposição à dívida pública no final de 2021, em mil milhões de EUR
Fonte: Base de dados do Regulamento FMM, ANC e ESMA



2.3. Evolução recente do mercado e ensinamentos retirados

Ocorreram, nos últimos anos, várias situações de tensão que colocaram à prova o quadro aplicável aos FMM. Em março de 2020, a pandemia de COVID-19 provocou um aumento súbito da procura de ativos seguros e líquidos, tanto no setor financeiro como no setor não financeiro. A liquidez do mercado deteriorou-se significativamente num amplo leque de mercados e motivou intervenções inéditas dos bancos centrais. O valor de importantes índices da bolsa de valores diminuiu mais de 30 % no espaço de algumas semanas, tendo os mercados financeiros registado um aumento significativo da volatilidade durante os primeiros meses da pandemia. Devido ao clima de incerteza generalizada, os investidores hesitaram em investir nos mercados financeiros, o que provocou enormes perdas de valorização.

As obrigações de empresas e os FMM também foram afetados por tensões consideráveis. Os rendimentos das obrigações de empresas aumentaram significativamente em fevereiro e março de 2020. Os FMM expostos a mercados privados – ou seja, os FMM VLBV e os FMM VLV, na UE, e os FMM de primeira categoria (*prime*, em inglês), nos Estados Unidos[31] – registaram elevadas saídas. Os FMM VLBV domiciliados na UE registaram saídas de 51,4 mil milhões de EUR em março de 2020[32] e tiveram dificuldade em vender o seu papel

30 Idem.

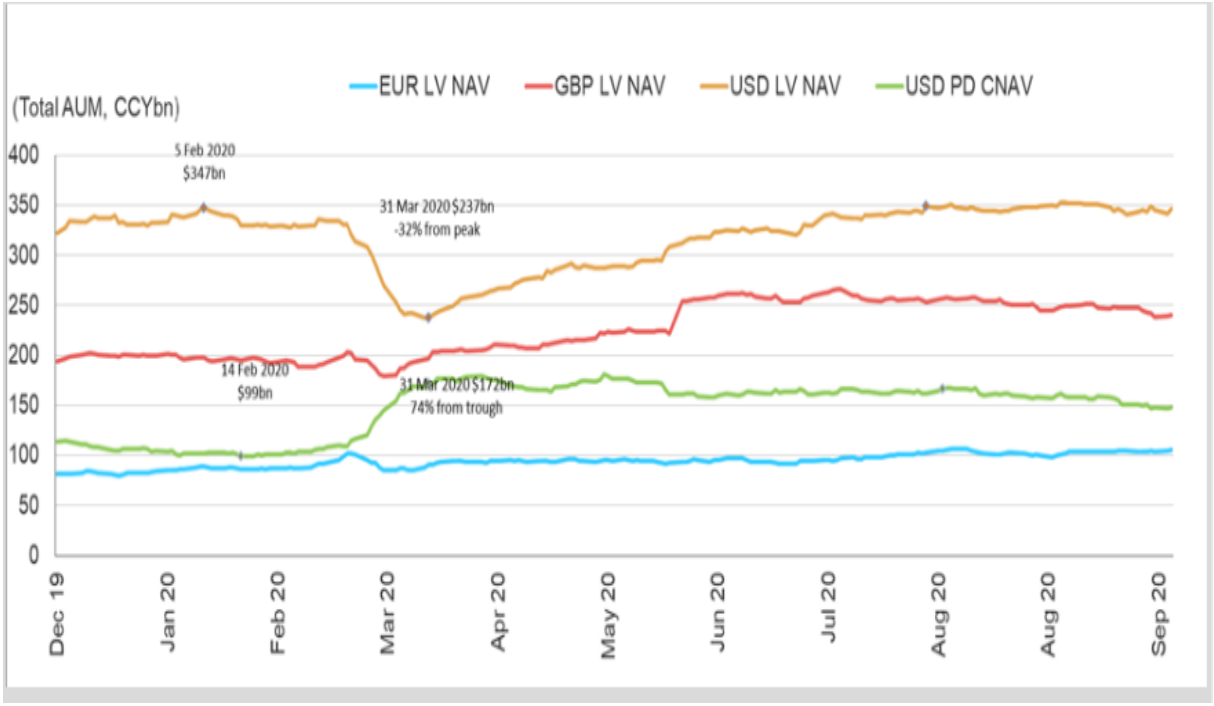
31 Um FMM de primeira categoria é um tipo de fundo do mercado monetário dos EUA que investe principalmente em valores mobiliários não emitidos por entidades soberanas.

32 ESMA, setembro de 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (não traduzido para português), n.º 2, 2021.

comercial e certificados de depósitos, pois os bancos mostraram-se indisponíveis ou incapazes de resgatar tal papel, incluindo o emitido pelos próprios bancos[33].

Apressão foi especialmente forte para os FMM VLBV expressos em dólares dos Estados Unidos, conforme indicado na figura 7 e na literatura pertinente[34]. À medida que a sua detenção de ativos com maturidade semanal (AMS) se aproximou do mínimo regulamentar de 30 %, certos investidores poderão ter ficado preocupados com a probabilidade crescente de os gestores de fundos utilizarem os instrumentos de gestão da liquidez disponíveis (ou seja, comissões de liquidez ou restrições aos resgates). As preocupações quanto à utilização de instrumentos de gestão da liquidez foram especialmente pronunciadas no mercado dos EUA, o que pode explicar-se pelo facto de, em termos gerais, os investidores dos EUA estarem menos à vontade com as comissões do que os investidores da UE, que se familiarizaram com as mesmas no âmbito dos OICVM. Conforme indicado na figura 7, tal teve repercussões nos FMM domiciliados na UE, com uma combinação de resgates de FMM VLBV expressos em dólares dos Estados Unidos e de subscrições de FMM de dívida pública VLC expressos na mesma moeda, o que reflete um potencial efeito de substituição (ou uma fuga para a qualidade).

Figura 7: Evolução dos ativos sob gestão de diferentes tipos de FMM em março de 2020 Fonte: Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos, dados da Fitch Ratings, iMoneyNet



33 Normalmente, o papel comercial e os certificados de depósito são detidos até ao vencimento, e mesmo quando têm um prazo de vencimento muito curto, o seu mercado secundário não é líquido, incluindo em condições normais. Dito isto, os FMM representam uma parte significativa da procura destes instrumentos.

34 Conforme debatido em vários relatórios, incluindo no relatório *Policy proposals to enhance money market fund resilience* (não traduzido para português), de outubro de 2021, na nota temática do CERS sobre vulnerabilidades sistémicas e considerações políticas preliminares com vista à reforma dos fundos do mercado monetário (FMM), de julho de 2021, e no artigo publicado no boletim macroprudencial do BCE, de abril de 2021, intitulado: *How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil* (não traduzido para português).

Os dados[35] revelam que os FMM com uma quantidade reduzida de AMS registaram mais saídas do que os FMM com uma quantidade elevada desses ativos. Esta análise pode ser entendida como uma prova de que os investidores institucionais procederam a resgates junto dos FMM para evitar comissões e restrições. Ademais, estudos realizados por Avalos e Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] e Dunne e Giuliana (2021)[38] mostram que os rácios de liquidez foram fatores determinantes dos resgates no caso dos FMM VLBV, mas não no dos FMM VLV, o que parece sugerir a existência de efeitos de limiar indesejáveis[39]. Atendendo à extensão da crise e à conjuntura económica mundial provocada pela pandemia, os principais bancos centrais empreenderam uma série de ações para apoiar os mercados de capitais. Esse apoio foi prestado através de:

- compras firmes de certificados de depósito e papel comercial expressos na moeda nacional (BCE[40], Banco de Inglaterra[41], Reserva Federal), nos mercados primário e secundário,
- um alargamento da garantia elegível a obrigações não garantidas emitidas por bancos (BCE),
- e facilidades de créditos para permitir que os bancos adquiram ativos dos FMM (Reserva Federal)[42].

Em resultado da intervenção dos bancos centrais, os pedidos de resgate abrandaram e a liquidez dos mercados monetários subjacentes melhorou. Embora o seu principal objetivo consistisse em restabelecer a confiança na profundidade e na liquidez dos mercados de financiamento a curto prazo, essas intervenções também beneficiaram indiretamente os FMM da UE.

A turbulência vivida pelo mercado em março de 2020 revelou que certos segmentos do mercado financeiro eram incapazes de absorver aumentos importantes e súbitos das pressões sobre as vendas. É também possível que tal decorra do facto de a liquidez proporcionada pelos operadores estar mais limitada e menos reativa a aumentos súbitos da procura, em comparação com o período anterior à crise financeira de 2008. No entanto, em março de 2020, nenhum FMM da UE se viu obrigado a introduzir comissões ou restrições aos resgates,

---

35 ESMA, 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (não traduzido para português), n.º 1, 2021.

36 Avalos, F. e Xia, D. (2021), *Investor size, liquidity and prime money market fund stress* (não traduzido para português), artigo de destaque da Revisão Trimestral do Banco de Pagamentos Internacionais, p. 17-29.

37 Darpeix, P.-E. e Mosson, N. (2021), *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020* (não traduzido para português), AMF.

38 Dunne, P. e Raffaele, G. (2021), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?* (não traduzido para português), documento de trabalho do CERS, n.º 127.

39 ESMA, 14 de fevereiro de 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (não traduzido para português).

40 Em março de 2020, o BCE anunciou um apoio adicional aos mercados monetários do euro, alargando o seu programa de compra de ativos do setor empresarial ao papel comercial não financeiro expresso em euros com prazos de vencimento residuais de até 28 dias (face ao anterior mínimo de seis meses). Desse modo, o programa do BCE de compra de ativos do setor empresarial beneficiou os FMM expressos em moeda local apenas de forma indireta, ao contribuir para restabelecer a confiança nos mercados subjacentes expressos em euros.

41 Paolo Cavallino e Fiorella De Fiore, 5 de junho de 2020, *Central banks' response to COVID-19 in advanced economies* (não traduzido para português), boletim n.º 21 do Banco de Pagamentos Internacionais.

42 No entanto, os FMM VLBV da UE expressos em dólares norte-americanos não eram elegíveis para as facilidades do BCE nem para as facilidades de liquidez do mercado monetário da Reserva Federal, tendo inicialmente registado saídas, seguidas de uma rápida recuperação após anúncios dos bancos centrais.

nem a suspender estes últimos. Além disso, nenhum FMM VLBV ultrapassou os limiares estabelecidos no Regulamento FMM, o que obrigaria à sua conversão em FMM VLV (alguns FMM VLBV expressos em dólares norte-americanos registaram uma divergência entre o VL de mercado e o VL constante próxima do intervalo de 20 pontos de base). Todavia, estes resultados devem ser interpretados com prudência e contextualizados, tendo em conta que os mercados foram apoiados por intervenções dos bancos centrais.

A partir de fevereiro de 2022, a invasão da Ucrânia pela Rússia e as tensões geopolíticas inerentes afetaram os mercados financeiros, e mais concretamente os preços das mercadorias e dos produtos derivados conexos. Dado que investem em ativos altamente líquidos, com prazos de vencimento curtos e um risco de crédito mínimo, os FMM da UE não experienciaram prejuízos ou saídas consideráveis. Os FMM adaptaram-se à situação, reorientando as suas detenções para instrumentos com maturidades mais curtas, que estão menos expostos ao risco de taxa de juro[43], e aumentando a sua liquidez. Existem alguns sinais de um impacto indireto, tendo certos investidores vendido outros ativos, enfrentado pedidos de reforço de margem ou recorrido aos FMM da UE para armazenar ou aceder a liquidez. No entanto, as entradas e saídas afiguraram-se bastante equilibradas e, neste contexto, nenhum FMM da UE foi obrigado a introduzir comissões de resgate ou a suspender os resgates.

Em setembro de 2022, a tensão no mercado do Reino Unido afetou também os FMM da UE com uma exposição considerável a ativos do Reino Unido e/ou com investidores do Reino Unido (nomeadamente os FMM irlandeses, cuja base de investidores é 60 % oriunda do Reino Unido, com base no montante detido). De acordo com os dados disponíveis, os FMM expressos em libras esterlinas sofreram um impacto indireto, relacionado principalmente com o facto de os investidores precisarem de aceder rapidamente a liquidez na sequência de um aumento dos pedidos de reforço de margem e das vendas forçadas, designadamente por parte de fundos com estratégias de investimento baseado no passivo[44]. Alguns FMM expressos em libras esterlinas registaram um aumento das saídas (cinco fundos tiveram saídas acumuladas superiores a 10 %)[45] pouco após ter sido anunciado o «mini-orçamento» do Reino Unido, em 23 de setembro de 2022.

A situação inverteu-se rapidamente após o Banco de Inglaterra ter intervindo para apoiar o mercado das obrigações do Estado. Em outubro de 2022, os FMM da UE expressos em libras esterlinas registaram entradas próximas dos 30 %. Além disso, durante a última semana de setembro de 2022, os FMM da UE expressos em libras esterlinas adotaram medidas para reforçar a sua resiliência, tendo aumentado a percentagem de ativos líquidos nas suas carteiras, o que conduziu a um aumento considerável dos níveis de liquidez diária e semanal[46].

---

[43] A alteração do preço na sequência de um choque nas taxas de juro é menos significativa no caso dos ativos de menor duração. Em média, os FMM reduziram consideravelmente a sua maturidade média ponderada, para um valor de 19 dias (o mais baixo dos últimos dez anos), face a um valor de 50 dias no final de 2020 e em 2021.

[44] Estas estratégias foram utilizadas, nomeadamente, por fundos de pensões de benefícios definidos, que recorreram à alavancagem para conseguirem assegurar a congruência entre os seus ativos e passivos num contexto de baixas taxas de juro.

[45] ESMA, fevereiro de 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (não traduzido para português), n.º 1, 2023.

[46] ESMA, fevereiro de 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (não traduzido para português), n.º 1, 2023.

Embora um fundo VLBV tenha ficado perto de ultrapassar o limite regulamentar aplicável à divergência do VL, em termos globais, o setor resistiu bem e cumpriu a sua missão de proporcionar armazenamento da liquidez a curto prazo. O episódio de investimento baseado no passivo realça o papel dos FMM enquanto veículos de gestão da liquidez para os investidores institucionais. Demonstra também a importância de preservar a resiliência do setor dos FMM aos diferentes tipos de choques económicos.

Em março de 2023, não se observou qualquer impacto significativo nos FMM da UE na sequência da turbulência no setor bancário. Nos Estados Unidos, o colapso do Silicon Valley Bank fez com que alguns depositantes questionassem a segurança dos depósitos bancários, principalmente os que excedem o limite de proteção regulamentar. Tal desencadeou uma transição para FMM dos EUA, que ofereciam rendimentos mais elevados e uma melhor flexibilidade. Além disso, durante as últimas semanas de março de 2023, a turbulência bancária conduziu a um aumento das entradas na facilidade de acordos de revenda a 24 horas da Reserva Federal. Na sequência da aquisição do Credit Suisse pela UBS, os FMM da UE também registaram importantes entradas, incluindo, em março de 2023, entradas de 17,7 mil milhões de EUR em FMM expressos em euros, o que pode ser visto como um sinal de que os participantes no mercado consideram que o setor dos FMM da UE é resiliente.

3. ADEQUAÇÃO DO REGULAMENTO FMM DE UM PONTO DE VISTA PRUDENCIAL E ECONÓMICO

A secção que se segue analisa a adequação do Regulamento FMM de um ponto de vista prudencial e económico, em conformidade com os requisitos estabelecidos no artigo 46.º, n.º 2, desse regulamento.

Os FMM representam uma categoria distinta de fundos de investimento, estreitamente interligados, por um lado, com empresas ativas na economia real e no setor bancário e, por outro lado, com partes cruciais dos mercados financeiros. Desempenham uma função económica importante e dupla, enquanto instrumento de gestão da liquidez e da tesouraria e enquanto instrumento de financiamento a curto prazo para as entidades financeiras e não financeiras. Além de não serem homogéneos, a sua estrutura e características de risco variam em função das jurisdições[47].

3.1. Os FMM e a dívida emitida ou garantida por Estados-Membros da UE.

O artigo 46.º, n.º 2, alíneas b) e c), do Regulamento FMM exige que a Comissão avalie o papel dos FMM na aquisição de dívida emitida ou garantida pelos Estados-Membro e tenha em conta as características dessa dívida e o papel da mesma no financiamento dos Estados-Membros.

Os FMM da UE não investem substancialmente em instrumentos de dívida emitidos ou garantidos por Estados-Membros da UE, uma vez que, em termos comparativos, constituem valores mobiliários com uma liquidez reduzida e com prazos de vencimento longos. Em vez disso, a maioria da exposição dos FMM da UE a dívida pública diz respeito a entidades soberanas de países terceiros (119 mil milhões de EUR no final de 2021, ou 74 % da exposição total a entidades soberanas). Mais concretamente, a dívida pública dos EUA

[47] CEF, 11 de outubro de 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (não traduzido para português).

representa a quase totalidade dos instrumentos de dívida soberana (88 mil milhões de EUR no final de 2021) detidos pelos FMM VLC. No que se refere aos FMM VLBV, a dívida pública da UE representava, no final de 2021, 36 % da exposição desses fundos a obrigações do Estado, sendo essa percentagem de 60 % no que se refere à dívida de entidades soberanas do Reino Unido e dos EUA. Contrariamente ao que acontece com outros tipos de FMM, os instrumentos da UE representam a maioria da dívida pública detida pelos FMM VLV, a saber, mais de 75 % da sua exposição a dívida pública no final de 2021[48]. No entanto, em comparação com outros tipos de FMM, os FMM VLV apresentam geralmente uma percentagem mais reduzida de dívida pública (apenas 7 % dos seus ativos).

Ao abrigo do Regulamento FMM, a dívida pública com uma maturidade residual mais longa[49] também pode contar – até ao limite máximo de 17,5 % – para o cumprimento da obrigação de 30 % de ativos com maturidade semanal dos FMM VLBV ou dos FMM de dívida pública VLC. Os inquiridos no âmbito da consulta indicam que o limite de 17,5 % se afigura incoerente com o tratamento aplicável à dívida soberana ao abrigo de outros quadros legislativos (secção 3.2). No entanto, o Regulamento FMM permite que os FMM invistam até 100 % dos seus ativos em dívida soberana, e os limites incidem apenas nas reservas de liquidez dos FMM VLBV e dos FMM de dívida pública VLC, que têm prazos de vencimento mais longos e são mais voláteis, quando comparados com ativos com maturidade semanal. Os referidos inquiridos referem ainda que muitos investidores recorrem a FMM de dívida pública VLC por não quererem ou não serem capazes de investir em carteiras de crédito. Tal prende-se habitualmente com requisitos de capital, de garantias ou regulamentares específicos, ou seja, requisitos que obrigam a que as posições de caixa sejam garantidas apenas através de dívida pública, ou requisitos regulamentares relativos a ativos líquidos de elevada qualidade. Outros investidores referem que embora os investimentos em FMM de dívida pública VLC sejam realizados para fins de diversificação, os mercados em questão não têm uma dimensão suficiente para atender às necessidades de gestão de tesouraria de certos investidores.

3.2. Definições uniformes de ativos mobiliários de liquidez e qualidade de crédito elevada e extremamente elevada

O artigo 46.º, n.º 2, alínea d), do Regulamento FMM exige que a Comissão tenha em conta o relatório referido no artigo 509.º, n.º 3, do Regulamento (UE) n.º 575/2013.

O artigo 509.º, n.º 3, do Regulamento (UE) n.º 575/2013 encarregou a EBA de apresentar à Comissão um relatório sobre as definições uniformes adequadas de ativos mobiliários de liquidez e qualidade de crédito elevadas e extremamente elevadas. Os bancos investem nesses ativos para cumprir os requisitos regulamentares de liquidez previstos nas regras definidas no Comité de Basileia de Supervisão Bancária.

A EBA publicou esse relatório em 20 de dezembro de 2013[50], ressalvando que as conclusões empíricas nele contidas deveriam ser complementadas por um parecer qualitativo/especializado, tendo em conta, nomeadamente, o aconselhamento das autoridades

[48] ESMA, 8 de fevereiro de 2023: *EU MMF market 2023* (não traduzido para português).

[49] Desde que sejam de elevada liquidez e possam ser resgatados e liquidados no prazo de um dia útil, esses ativos podem ser incluídos nos ativos com maturidade semanal com uma maturidade residual de até 190 dias.

[50] Eixo de trabalho n.º 5: relatório sobre o rácio de cobertura de liquidez nos termos do artigo 481.º, n.º 1, do Regulamento Requisitos de Fundos Próprios (europa.eu).

de supervisão. Com base na análise empírica de um amplo leque de ativos financeiros negociados na UE, a EBA estabeleceu a distinção entre ativos de liquidez e qualidade elevadas e ativos de liquidez e qualidade extremamente elevadas. Em consonância com as normas internacionais, a EBA recomendou que todas as obrigações emitidas ou garantidas, na moeda nacional, por entidades soberanas e bancos centrais do Espaço Económico Europeu, bem como todas as obrigações emitidas e garantidas por instituições supranacionais, sejam consideradas ativos mobiliários de liquidez e qualidade de crédito extremamente elevadas.

A gestão do risco de liquidez para os gestores de ativos inclui uma série de salvaguardas: maturidades escalonadas, em especial para os ativos menos líquidos, grupos de liquidez diária e semanal, dependendo da maturidade dos ativos que compõem a carteira, regras sobre a qualidade de crédito dos ativos, conhecimento da base de investidores dos FMM e regras relativas ao comportamento e à liquidez dos ativos, bem como à correlação entre eles. Desde 2017 que tem sido prestada uma atenção acrescida ao reforço da gestão do risco de liquidez, nomeadamente através de trabalho relacionado com os testes de esforço, a transparência e a supervisão dos FMM, a definição de ativos líquidos e a elegibilidade dos ativos para os requisitos de liquidez.

Ao abrigo das regras de gestão de ativos da UE, não é possível presumir automaticamente a liquidez de um ativo, sendo obrigatória a realização de um teste de liquidez adequado. Para o efeito, os gestores de ativos têm de criar um processo adequado de gestão do risco, que deve ser sistematicamente revisto e adaptado às suas estratégias de investimento e tipo de investidores (política de «conhecimento do cliente»). A liquidez e a qualidade de crédito são medidas caso a caso, a nível dos instrumentos financeiros e da carteira no seu todo.

Por conseguinte, embora ao abrigo do quadro bancário da UE certos ativos possam ser considerados ativos de liquidez elevada ou extremamente elevada, tal pode não ser automaticamente verdade no contexto dos FMM, sendo necessária uma análise caso a caso para determinar a liquidez e a qualidade de crédito dos ativos de um fundo.

3.3. Impacto do Regulamento FMM nos mercados de financiamento a curto prazo

O artigo 46.º, n.º 2, alínea e), do Regulamento FMM exige que a Comissão tenha em conta o impacto do regulamento nos mercados de financiamento a curto prazo.

Os FMM estão integrados num ecossistema mais amplo de financiamento a curto prazo. A turbulência de março de 2020 pôs a nu algumas vulnerabilidades estruturais, lacunas de dados e indefinições regulamentares no que se refere aos mercados europeus de financiamento a curto prazo. Embora estes aspetos extravasem o âmbito do Regulamento FMM, permanecem relevantes para o bom funcionamento dos FMM da UE.

O mercado de financiamento a curto prazo é um mercado de balcão intermediado por operadores, e existem provas de que se trata de um mercado fragmentado e opaco[51]. As informações pertinentes estão espalhadas por várias plataformas de negociação, sendo que nenhuma delas é capaz de fornecer uma panorâmica geral do mercado, devido a uma

[51] Darpeix, P., março de 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* (não traduzido para português), Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

comunicação de informações incompleta, à indefinição do âmbito de ação, a terminologias incoerentes, etc.

O estudo revela ainda que a atividade dos mercados secundários (cotação de compra, cotação de venda, preço, volumes, etc.) é quase totalmente opaca. Tal dificulta a determinação dos preços, cria ineficiências nesses mercados e prejudica a adequada monitorização dos riscos pelos FMM em situações de tensão. Impede ainda que as entidades reguladoras avaliem com precisão a liquidez estrutural do mercado. Uma maior transparência poderia tornar os mercados de financiamento a curto prazo mais dinâmicos e mais resilientes, reduzindo assim o risco inerente aos FMM em situações de tensão aguda.

A maioria dos inquiridos no âmbito da consulta, incluindo os pertencentes ao setor financeiro e os responsáveis pela supervisão, assinalou a necessidade de aumentar a transparência e facilitar a determinação dos preços nos mercados de valores de curto prazo, mediante a solicitação de uma comunicação de informações acrescidas sobre aquilo que está a ser negociado e os montantes por liquidar.

Além disso, dado que este mercado é opaco e menos líquido, existe o risco de que a tensão de mercado se repercuta noutro FMM, no âmbito daquilo que se designa por dinâmica de contágio. A fim de satisfazer os pedidos de resgate, os FMM precisam de investir em ativos suficientemente líquidos. Esses instrumentos líquidos incluem acordos de revenda (muitas das vezes a 24 horas), bilhetes do tesouro e depósitos bancários. Outros instrumentos (como os certificados de depósito ou o papel comercial) nem sempre são suscetíveis de uma venda rápida (pois normalmente são detidos até ao vencimento e os mercados secundários não têm a profundidade suficiente, o que aumenta o impacto nos preços em caso de venda), mas têm um prazo de vencimento muito curto. Em caso de corrida aos fundos, os FMM utilizariam, desde logo, as receitas dos ativos prestes a vencer ou procederiam à resolução dos seus acordos de revenda a fim de satisfazer os pedidos de resgate. Em caso de continuação dessa corrida aos fundos, os FMM venderiam os seus ativos líquidos sem realizar investimentos adicionais em instrumentos a curto prazo, o que geraria uma redução abrupta das fontes de financiamento das empresas.

Em princípio, esta dinâmica de contágio evitar-se-ia caso os FMM tivessem a opção de investir o seu dinheiro em instrumentos em relação aos quais um levantamento súbito não resulte num contágio do mercado. Um dos instrumentos que preenche este requisito é um depósito no banco central. Um caso exemplificativo desse tipo de mecanismo são os EUA, país em que os FMM podem colocar os seus excedentes de tesouraria na facilidade de acordos de revenda a 24 horas da Reserva Federal norte-americana. Além de evitar dinâmicas de contágio em situações de crise de liquidez, esta facilidade coloca o setor norte-americano dos FMM em vantagem face aos FMM da UE no que diz respeito à flexibilidade na gestão das entradas de liquidez[52]. O que precede ficou patente na crise bancária espoletada pelo colapso do Silicon Valley Bank, que levou a um aumento das entradas nos FMM dos EUA, e, subsequentemente, a um recurso acrescido à facilidade da Reserva Federal, durante as últimas semanas de março de 2023. Em março de 2023, os FMM e outros participantes elegíveis detinham mais de 2,3 biliões de dólares americanos nessa facilidade[53].

[52] Todavia, a decisão de abrir essa facilidade de liquidez aos FMM não compete à Comissão Europeia, mas sim ao BCE.

[53] Operações de Revenda – BANCO DA RESERVA FEDERAL DE NOVA IORQUE (newyorkfed.org).

3.4. Evolução da regulamentação a nível internacional

O artigo 46.º, n.º 2, alínea f), do Regulamento FMM exige que a Comissão tenha em conta a evolução da regulamentação a nível internacional.

Os acontecimentos relacionados com a pandemia deram um forte impulso no sentido de um reforço adicional do quadro regulamentar aplicável aos FMM, o que resultou em várias propostas da ESMA, do CERS e do CEF para reformar esse quadro regulamentar, limitar os riscos sistémicos e assegurar que o setor dos FMM é capaz de resistir a eventuais tensões de mercado ou de liquidez futuras. As opções de política propostas pelas diferentes autoridades e instituições podem ser agrupadas do seguinte modo: 1) reduzir o risco de corridas aos fundos (nomeadamente através da eliminação das características de similitude com os depósitos bancários apresentadas por alguns FMM), 2) reforçar a liquidez dos FMM e a sua capacidade para absorver perdas, e 3) medidas de preparação para crises futuras. Essas propostas encontram-se enumeradas no quadro 2 e são explicadas em maior pormenor mais abaixo.

Quadro 2 – Principais propostas de políticas

Objetivos estratégicos	Propostas de políticas	1) ESMA	2) CERS	3) CEF
Reduzir o risco de corridas aos fundos	Eliminar a possibilidade de utilizar o custo amortizado no que se refere aos FMM VLBV	Sim	Sim	Sim
	Dissociar a ativação de instrumentos de gestão da liquidez dos limiares regulamentares aplicáveis aos FMM VLBV e aos FMM VLC	Sim	Sim	Sim
	Imposição aos investidores do pagamento do custo dos seus resgates		Sim	Sim
Reforçar a liquidez dos FMM e a sua capacidade para absorver perdas	Regras relativas à utilização de instrumentos de gestão da liquidez	Sim	Sim	Sim
	Alterações ao rácio de liquidez diária e semanal	Sim	Sim	
	Imposição de um rácio mínimo de investimento em dívida pública	Detenção voluntária	Sim	
	Aumentar a capacidade de utilização das detenções de liquidez durante períodos de tensão	Sim	Sim	
	Introduzir um saldo mínimo para riscos			Sim
	Reserva de fundos próprios			Sim
Outras medidas	Melhoria do quadro em matéria de testes de esforço	Sim	Sim	
	Apoio externo (incorporação da declaração da ESMA na legislação)	Sim		
	Regras sobre a divulgação das notações dos FMM	Sim		
	Requisitos de comunicação de informações mais avançados	Sim	Sim	

- *ESMA opinion to reform MMF Regulation* (não traduzido para português), 14 de fevereiro de 2022.
- Recomendação do CERS sobre a reforma do FMM, 25 de janeiro de 2022.
- Recomendações do CEF, endereçadas ao G20, sobre as reformas dos FMM, 11 de outubro de 2021 (Policy proposals to enhance money market fund resilience) (não traduzido para português).
- Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (Securities and Exchange Commission, ou SEC), projeto de alterações às regras dos FMM, de 15 de dezembro de 2021 (Reformas dos FMM), apresentado para efeitos de consulta pública.

- Documento de reflexão conjunto da Autoridade de Conduta Financeira (Financial Conduct Authority, ou FCA) e do Banco de Inglaterra, de maio de 2022 (*Resilience of Money Market Funds*) (não traduzido para português), para consulta até 23 de julho de 2022.

(*) proposta para exigir uma detenção mínima de ativos altamente líquidos, incluindo dívida pública, e uma detenção máxima de ativos menos líquidos numa situação de tensão de mercado (por exemplo, 40 % em certificados de depósito e papel comercial do setor privado).
(**) O Banco de Inglaterra e a Autoridade de Conduta Financeira estão a ponderar lançar uma consulta sobre a eliminação do VL estável no que se refere aos FMM VLBV, o que faria com que estes passassem a estar sujeitos a regras semelhantes às aplicáveis aos FMM VLV a curto prazo. Estão também a ponderar limitar a dimensão do mercado de FMM de dívida pública VLC.

3.4.1. Reduzir o risco de corridas aos fundos

Organizações internacionais e organismos de supervisão como o CERS e a ESMA recomendaram que os FMM VLBV passem a ser fundos com VL variável, seguindo o exemplo dos EUA[54]. Essa alteração teria como objetivo reduzir o risco de corridas aos fundos decorrente dos efeitos de limiar, ao limitar as oportunidades dos investidores para proceder a resgates dos FMM a preços constantes que, em períodos de tensão de mercado, não refletem forçosamente o valor corrente de mercado dos ativos subjacentes. Para o efeito, propõem que se proíba a utilização da mensuração ao custo amortizado e do arredondamento à segunda casa decimal conexo, que permite aos FMM VLBV oferecer um preço de resgate estável.

No entanto, esta opção de política implicaria uma mudança drástica do mercado de FMM da UE, bem como o desaparecimento do mercado de FMM VLBV. A passagem de um VL estável para um VL variável faria com que estes produtos deixassem de apresentar características de similitude com os depósitos bancários, que, segundo os investidores, são um dos principais motivos para a utilização de FMM. A maioria dos inquiridos no âmbito da consulta foi bastante crítica quanto à eliminação dos FMM VLBV e considerou existir o risco de essa eliminação levar a que os investidores abandonem o mercado de FMM. A disponibilidade limitada de alternativas e substitutos economicamente viáveis aos FMM VLBV pode levar a que os investidores recorram a produtos menos regulamentados.

Os atuais investidores em FMM VLBV poderiam, em alternativa, investir em FMM de dívida pública VLC (que representam, atualmente, 11 % do mercado), em FMM de VL variável (e em especial em FMM VLV de curto prazo) ou diretamente no mercado de curto prazo. No entanto, as respostas à consulta das partes interessadas revelam que o segmento de FMM de dívida pública VLC é demasiado pequeno para fazer face às necessidades de gestão de tesouraria dos investidores e não satisfaz os seus requisitos de liquidez. Além disso, os inquiridos referem que a eliminação dos FMM VLBV conduziria a uma concorrência acrescida relativamente aos ativos públicos, que são utilizados pelos bancos como ativos líquidos de elevada qualidade, bem como por vários outros investidores, para efeitos de gestão da liquidez.

Certos inquiridos referem que os FMM VLV de curto prazo poderiam constituir uma alternativa, mas realçam incertezas quanto ao seu tratamento contabilístico enquanto «caixa e equivalentes de caixa» em diferentes jurisdições. Além disso, estas alterações têm implicações fiscais. A maioria dos inquiridos no âmbito da consulta indicou que, caso os FMM VLBV

[54] O SEC dos EUA introduziu esta mudança em 2016. A reforma do SEC exigiu que todos os FMM institucionais de primeira categoria (ou seja, os FMM não públicos utilizados por investidores institucionais) passassem a aplicar um VL variável. Em resultado desta reforma, os ativos investidos nesses FMM dos EUA sofreram uma redução considerável nos anos que antecederam a aplicação dessas reformas, para benefício dos FMM públicos dos EUA (dotados de VL estável).

deixassem de estar disponíveis, utilizaria os depósitos bancários como alternativa, embora estes conduzam a um aumento do risco de crédito de contraparte e a uma redução significativa da diversificação dos riscos, quando comparados com as carteiras diversificadas proporcionadas pelos FMM.

De um modo geral, os inquiridos louvaram a utilidade dos FMM VLBV, e em especial a facilidade de utilização pelos investidores, do ponto de vista operacional, devido à possibilidade de arredondar os preços das ações dentro do intervalo de 20 pontos de base. Os inquiridos indicaram que temem a falta de opções em matéria de investimentos alternativos e diversificação dos riscos, caso os FMM VLBV deixem de estar disponíveis. Importa ainda ter em conta a resiliência dos FMM VLBV durante a turbulência de março de 2020, uma vez que nenhum desses fundos se converteu em FMM VLV ou acionou instrumentos de gestão da liquidez.

3.4.2. Reforçar a liquidez dos FMM e a sua capacidade para absorver perdas

Os organismos prudenciais e de supervisão apresentaram uma série de opções de política destinadas a reforçar ainda mais a capacidade dos FMM para lidar com pedidos de resgate avultados e proteger o interesse público e a estabilidade financeira.

Embora não exista, ao abrigo do Regulamento FMM, uma ligação automática entre os níveis de liquidez e a utilização de instrumentos de gestão de liquidez, o incumprimento do nível mínimo de 30 % de ativos com maturidade semanal é suscetível de desencadear a aplicação de comissões ou restrições aos resgates. O que precede parece ter incitado os gestores de fundos a não utilizarem as suas detenções de ativos com maturidade semanal para financiar os pedidos de resgate acrescidos, em março de 2020, por receio de que um incumprimento do nível mínimo de ativos com maturidade semanal motivasse ainda mais pedidos de resgate, pelo facto de os investidores anteciparem a imposição de instrumentos de gestão da liquidez. Nesse sentido, a plena dissociação entre a possível utilização de instrumentos de gestão da liquidez e o incumprimento do nível mínimo de ativos líquidos poderia aumentar a capacidade dos gestores de fundos para financiar um aumento dos resgates em períodos de tensão. Até à data, esta proposta foi a mais amplamente apoiada pelas partes interessadas.

A proposta de afrouxar os atuais limites aplicáveis a ativos de dívida pública elegível no âmbito dos grupos de liquidez é firmemente apoiada pelo BCE, que pretende tornar obrigatórios os investimentos nesses ativos. No que se refere à obrigatoriedade e aos níveis de investimentos nesses ativos, as opiniões das partes interessadas dividem-se, devido ao impacto variável que esses investimentos têm na rentabilidade dos FMM e na disponibilidade de dívida pública elegível. As partes interessadas manifestam ainda preocupação quanto à transferência do risco de liquidez para o mercado da dívida soberana. Embora a dívida pública possa ser um instrumento fundamental para gerir a liquidez dos FMM, a recente crise do Reino Unido revelou que essa dívida não é imune a episódios de volatilidade dos preços. Ademais, existe o risco de que um aumento dos atuais limites aplicáveis a ativos de dívida pública elegível leve a que os investimentos dos FMM se concentrem excessivamente nesses títulos, embora a diversificação dos investimentos em diferentes classes de ativos constitua uma salvaguarda importante.

Em termos mais gerais, embora não gerem controvérsia, as propostas relativas a um aumento dos níveis mínimos de ativos líquidos são difíceis de aplicar e poderão surtir consequências indesejadas. Com efeito, embora as regras relativas ao rácio de cobertura de liquidez forneçam uma definição de ativos líquidos de elevada qualidade, a definição de ativos

líquidos é complicada no setor da gestão de ativos (a título de exemplo, as obrigações do Estado também podem deparar-se com condições de tensão do mercado). Além disso, os gestores de FMM gerem a liquidez ao abrigo de uma abordagem holística, que abrange maturidades escalonadas, a utilização de acordos de revenda e as características da sua base de investidores (incluindo a concentração dos investidores). Por outro lado, a introdução de limiares fixos adicionais prejudicaria a flexibilidade na aplicação das políticas de gestão do risco de liquidez dos gestores de ativos (incluindo os testes de esforço) e poderia ter efeitos indesejados.

Com base no papel e na função dos FMM, as partes interessadas têm opiniões divergentes quanto ao impacto efetivo das recomendações no sentido de permitir que os gestores de fundos transfiram o custo dos resgates para os investidores (através da imposição de diferentes tipos de instrumentos de gestão da liquidez com base no preço, também conhecida como «oscilação de preços»), conforme recomendado pelo CEF e pelo CERS e proposto pela Comissão de Valores Mobiliários dos EUA. No seguimento das recomendações do CEF e do CERS, a proposta de revisão da Diretiva Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (AIFMD) e da Diretiva OICVM visa alargar o leque de instrumentos de gestão da liquidez à disposição dos fundos da UE e harmonizar as formas como são utilizados. Os FMM da UE beneficiarão da revisão das referidas diretivas, que permitirá que os gestores escolham, a partir de uma lista específica, os instrumentos de gestão da liquidez mais adequados.

O CEF apresentou propostas para aumentar a capacidade dos FMM para absorver perdas, incluindo através da imposição de limitações às ações passíveis de resgate imediato (o chamado «saldo mínimo para riscos») e ao exigir que os FMM mantenham reservas de fundos próprios, nomeadamente fora do FMM, numa conta de garantia bloqueada financiada pelos gestores de fundos. Estes tipos de solução reduziriam a vantagem do pioneiro, dado que atenuariam o risco de as perdas serem transferidas para os demais investidores. No entanto, estas soluções nunca foram testadas e dependem de importantes ajustamentos operacionais (no caso do «saldo mínimo para riscos»), ou conduzem a um aumento significativo do custo de funcionamento dos FMM, e, por esse motivo, são suscetíveis de resultar no encerramento de certos fundos (no caso das reservas de fundos próprios) e numa diminuição do retorno para os investidores.

3.4.3. Outras medidas

A ESMA e o CEF propuseram um conjunto de medidas adicionais que merecem uma avaliação mais aprofundada, embora não estejam diretamente ligadas às operações dos FMM. Tais medidas dizem principalmente respeito à comunicação de informações e aos testes de esforço. Do mesmo modo, poderiam ser avaliadas em maior pormenor outras propostas das partes interessadas, como por exemplo o reforço da supervisão.

3.5. Viabilidade do estabelecimento de uma quota mínima de 80 % de dívida pública da UE

O artigo 46.º, n.º 2, do Regulamento FMM exige que a Comissão avalie a viabilidade de estabelecer uma quota de 80 % de dívida pública da UE.

O presente relatório tem em conta a disponibilidade de instrumentos de dívida pública da UE a curto prazo e avalia se os FMM VLBV poderiam ser uma alternativa adequada a FMM VLC de dívida pública que visam instrumentos noutras moedas.

O considerando 56 do Regulamento FMM afirma que uma quota desse tipo se «justifica, do ponto de vista da supervisão prudencial», uma vez que «a emissão de instrumentos de dívida pública a curto prazo da UE é regulada pelo direito da União». No entanto, existem dois importantes obstáculos que fazem com que, na prática, essa quota não seja viável.

O primeiro diz respeito ao desfasamento entre os FMM de dívida pública VLC atualmente disponíveis na UE (maioritariamente expressos em dólares norte-americanos ou em libras esterlinas, estando uma parte muito reduzida desses fundos expressa em euros[55]) e a moeda em que se encontra expressa a dívida pública na UE. Os dados avançados por Darpeix[56] revelam que a grande maioria (cerca de 90 %) dos títulos de dívida de curto prazo emitidos por países da UE (independentemente de pertencerem, ou não, à área do euro) é expressa em euros, e apenas cerca de 5 % desses títulos são expressos em dólares norte-americanos. O desfasamento entre as moedas em que os fundos estão expressos e os instrumentos de dívida pública disponíveis faz com que os FMM de dívida pública VLC invistam sobretudo em instrumentos emitidos nos EUA e no Reino Unido[57].

Os resultados da consulta pública indicam que ainda que fosse imposta uma quota de dívida pública da UE, existem duas grandes razões que tornam pouco provável que os investidores em FMM VLV expressos em dólares americanos e em libras esterlinas passem a investir em FMM de dívida pública expressos em euros.

- Em primeiro lugar, a maioria dos clientes considera conjuntamente os aspetos relacionados com o risco soberano e cambial. A título de exemplo, os clientes que investem em FMM expressos em dólares americanos procuram uma exposição à dívida e à moeda dos EUA, e não à dívida e à moeda da UE. O que precede está também estreitamente relacionado com a função económica dos FMM enquanto meio de armazenamento de liquidez numa determinada moeda.
- A segunda razão prende-se com os riscos relacionados com a reduzida diversificação e a liquidez relativamente baixa da dívida pública a curto prazo expressa em euros. As observações das partes interessadas referem que os FMM preferem investir em ativos com uma maturidade inferior a três meses, o que é difícil de alcançar no atual mercado de dívida pública expressa em euros.

Uma outra dificuldade prende-se com a possibilidade de essa quota ter implicações negativas para a estabilidade financeira. Os bancos carecem de exposição a dívida pública para cumprirem os requisitos de liquidez do acordo Basileia II. Uma quota mínima de 80 % de dívida pública da UE levaria os FMM e os bancos a visarem os mesmos instrumentos. Por sua vez, tal levaria a que uma multiplicidade de investidores investissem na mesma classe de ativos, aumentando assim os riscos de contágio e de instabilidade financeira em situações de crise, pelo facto de as exposições subjacentes partilhadas amplificarem a retroalimentação entre o risco financeiro e o risco soberano.

---

55 Com base em dados da ESMA, 8 de fevereiro de 2023: *EU MMF market 2023* (não traduzido para português).

56 Darpeix, P., março de 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* (não traduzido para português), Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

57 Por variadíssimas razões, os FMM não costumam combinar moedas. Embora o pudessem fazer, em certa medida, através da exposição ao risco cambial com recurso a derivados cambiais, essa cobertura seria demasiado onerosa quando praticada de forma substancial.

À luz da análise que precede, continuam a ser discutíveis as vantagens do estabelecimento de uma quota mínima de 80 % de dívida pública da UE para os FMM da UE. No entanto, mesmo que não seja imposta uma quota, é possível que, na sequência do recente aumento das taxas de juro na área do euro, surjam no mercado mais FMM de dívida pública VLC, o que poderá contribuir para assegurar que os FMM de dívida pública VLC da UE dispõem de uma maior quantidade de dívida pública a curto prazo expressa em euros.

4. CONCLUSÕES

O presente relatório cumpre a obrigação jurídica prevista no artigo 46.º, n.os 1 e 2, do Regulamento FMM, nos termos da qual a Comissão tem de apresentar um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho no qual reexamine a adequação do referido regulamento do ponto de vista prudencial e económico.

O relatório revela que o Regulamento FMM passou com distinção no teste da tensão de liquidez a que os FMM foram sujeitos em março de 2020, durante a turbulência de mercado relacionada com a COVID-19, tendo também resistido às recentes subidas das taxas de juro e à reapreciação conexa dos ativos financeiros. Durante estes episódios de esforço, nenhum FMM baseado na UE se viu obrigado a introduzir comissões ou restrições aos resgates, nem a suspender estes últimos. Também os FMM da UE orientados para ativos expressos em libras esterlinas resistiram à pressão de resgate relacionada com a situação de tensão no mercado das obrigações do Estado, em setembro de 2022.

Estas experiências indicam que as salvaguardas estabelecidas no Regulamento FMM têm funcionado conforme previsto. Tal inclui as salvaguardas concebidas para permitir que os FMM de VL estável (FMM VLC e FMM VLBV) continuem a utilizar, sob determinadas condições, o método do custo amortizado sem criar riscos sistémicos nem prejudicar os investidores.

Ao introduzir um regime específico, o Regulamento FMM reforçou consideravelmente o quadro regulamentar aplicável aos FMM da UE, anteriormente sujeitos a regras diferentes. No entanto, após cinco anos de aplicação do regulamento, o presente relatório identifica insuficiências que cumpre avaliar em maior pormenor. Em especial, os resultados da consulta das partes interessadas e a recente evolução do mercado revelam que poderá ser possível aumentar ainda mais a resiliência dos FMM da UE, designadamente ao dissociar a potencial ativação de instrumentos de gestão da liquidez dos limiares regulamentares em matéria de liquidez. Além disso, o presente relatório realça problemas estruturais externos aos FMM e, por conseguinte, ao Regulamento FMM, incluindo problemas ligados aos mercados a curto prazo subjacentes. Estes problemas estruturais merecem uma avaliação mais aprofundada e estão a ser analisados em maior detalhe a nível do CEF.

Por último, os FMM da UE beneficiarão da revisão em curso da AIFMD e da Diretiva OICVM[58], que visa introduzir novas regras harmonizadas para aumentar a disponibilidade de instrumentos de gestão da liquidez para fundos de tipo aberto. Este novo quadro em matéria de instrumentos de gestão da liquidez reforçará ainda mais a resiliência da gestão da liquidez dos FMM da UE em situações de tensão.

[58] Dado que os FMM em funcionamento na UE terão de ser constituídos ao abrigo da AIFMD ou da Diretiva OICVM, que terão de cumprir. A proposta da Comissão pode ser consultada em: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Servicos-financeiros-revisao-da-legislacao-europeia-em-materia-de-gestores-de-fundos-de-investimento-alternativos_pt.