

Relatório Especial

Fundos de investimento:

as ações da UE ainda não criaram um verdadeiro mercado único que beneficie os investidores



TRIBUNAL
DE CONTAS
EUROPEU

Índice

	Pontos
Síntese	I-X
Introdução	01-11
O mercado dos fundos de investimento na UE	01-07
Quadro regulamentar	08-10
Responsabilidades da UE e dos Estados-Membros	11
Âmbito e método da auditoria	12-15
Observações	16-125
Os objetivos dos legisladores da UE só foram alcançados em certa medida	16-33
Os legisladores da UE fixaram objetivos ambiciosos para um mercado único dos fundos de investimento	16-17
O regime de passaporte não criou um verdadeiro mercado único	18-25
O impacto das iniciativas legislativas é reduzido	26-31
A transposição nem sempre foi tempestiva	32-33
A ESMA intensificou os esforços para promover a convergência no domínio da supervisão e a supervisão eficaz, mas os progressos são limitados	34-68
A ESMA dispõe dos instrumentos necessários para promover a convergência no domínio da supervisão	39
A ESMA intensificou o seu trabalho em matéria de convergência	40-41
Há poucas provas dos impactos e não existe um mecanismo para medir a eficácia	42-60
O trabalho da ESMA revelou insuficiências na supervisão e possíveis distorções da concorrência	61-68
A Comissão e a ESMA tomaram medidas para proteger melhor os investidores, mas os custos continuam a ser elevados	69-92
A legislação da UE inclui muitas medidas para proteger os investidores	70-72
Apesar das várias ações da UE, a transparência continua a ser um problema	73-82

A ESMA, a Comissão e as ANC ajudaram a introduzir uma tendência decrescente nos custos dos OICVM	83-92
A determinação dos riscos sistémicos exige mais progressos	93-111
A avaliação e o seguimento dos riscos sistémicos encontram-se numa fase inicial	94-102
Não existem testes de esforço no âmbito da supervisão e, embora tenham sido iniciados trabalhos, o seguimento da simulação é insuficiente	103-107
As orientações sobre os testes de esforço internos são adequadas, mas os resultados destes testes não estão a ser utilizados de forma eficaz	108-111
As lacunas e sobreposições na recolha de dados dificultam a identificação dos riscos para a estabilidade financeira e os investidores	112-125
A ausência de um regime harmonizado de comunicação de informações para OICVM é um obstáculo para a ESMA na avaliação do grau de preparação dos fundos para situações de crise e na realização de testes de esforço	114-120
Alguns requisitos essenciais de comunicação de informações não são obrigatórios na DGFIA	121-122
Os bancos centrais nacionais recolhem dados para fins de informação estatística, mas estes não estão à disposição da ESMA nem do CERS	123-125
Conclusões e recomendações	126-138
Anexo	
Anexo – Recolha de dados sobre FIA e OICVM e partilha de informações	
Siglas e acrónimos	
Glossário	
Respostas da Comissão e da ESMA	
Cronologia	
Equipa de auditoria	

Síntese

I Os fundos de investimento agregam capital e investem-no através de uma carteira de ativos. Desempenham uma função importante na União dos Mercados de Capitais, acelerando o crescimento, criando emprego e reforçando a autonomia da UE. Os cidadãos da União detêm diretamente cerca de um quarto da totalidade dos fundos na UE, mas têm também uma exposição indireta significativa através dos contratos de seguros de vida e de pensões de reforma que subscrevem. O objetivo da UE consiste em criar um mercado único competitivo que proporcione aos seus cidadãos uma escolha mais ampla de produtos de investimento menos dispendiosos, mas fiáveis, e assegure a estabilidade financeira em toda a União.

II Os fundos de investimento domiciliados na UE detinham ativos no valor de 18,8 biliões de euros em 2020, dos quais quase dois terços na posse dos agregados familiares, o que evidencia a necessidade de uma proteção eficaz dos consumidores. A UE estabeleceu um quadro regulamentar para os fundos de investimento, a fim de garantir a aplicação de regras semelhantes em todo o mercado único. Apesar dos esforços para desenvolver o mercado único, o setor dos fundos de investimento continua concentrado em alguns Estados-Membros. O quadro jurídico é composto principalmente por diretivas, o que exige que os Estados-Membros apliquem regras nacionais e conduz a diferenças significativas a nível da regulamentação. A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), uma agência da UE, tem a atribuição de assegurar uma supervisão eficaz e coerente em toda a União e, em conjunto com o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), acompanhar os riscos para a estabilidade financeira.

III A auditoria do Tribunal abrange o período compreendido entre 2016 e julho de 2021 e examinou a forma como a UE criou um mercado único para os fundos de investimento. O Tribunal avaliou se o quadro regulamentar é eficaz, se o trabalho da União promoveu a convergência entre os Estados-Membros no domínio da supervisão e se a UE atenuou com eficácia os riscos para os investidores, os mercados e a estabilidade financeira. A presente auditoria aponta insuficiências na abordagem legislativa da Comissão e nas ações da ESMA relacionadas com fundos de investimento e formula recomendações para melhorias. Contribui assim para aumentar a eficácia e a eficiência da supervisão financeira e da proteção dos investidores.

IV O Tribunal conclui que as ações da UE permitiram a criação de um mercado único para os fundos de investimento, designadamente através do regime de passaporte, mas que as verdadeiras atividades transfronteiriças e os benefícios para os

investidores continuam a ser reduzidos. Além disso, a coerência e a eficácia da supervisão dos fundos e da proteção dos investidores têm falhas. Para realizar um verdadeiro mercado único, não basta efetuar pequenas revisões do quadro jurídico.

V A ESMA esforçou-se por promover a convergência no domínio da supervisão, o que aumentou ligeiramente a qualidade da mesma e diminuiu as divergências. No entanto, não consegue medir os progressos registados e tem poucas informações sobre se o nível de supervisão realizado é equivalente em todos os Estados-Membros. Apesar disso, o seu trabalho revelou insuficiências na supervisão nacional e algumas práticas divergentes. Para conseguir uma supervisão coerente, a ESMA depende da boa vontade das autoridades nacionais de supervisão e da disponibilidade do seu próprio conselho de supervisores. O Tribunal constatou que ambos preferiam ferramentas de convergência não vinculativa, cuja eficácia ainda não foi demonstrada e que muitas vezes não resultaram numa supervisão eficaz e coerente.

VI As ações da UE aumentaram a proteção dos investidores, por exemplo, reforçando a transparência, em especial no que diz respeito aos riscos de investimento, ao desempenho e aos custos. Porém, os investidores ainda não estão suficientemente protegidos contra custos indevidos ou contra o aconselhamento distorcido por parte dos intermediários financeiros, pelo que se expõem a custos mais elevados e podem ser-lhes vendidos produtos menos adequados do que é desejável.

VII A ESMA e o CERS acompanham o risco sistémico e apresentam relatórios sobre a matéria. Até à data, não foi efetuado qualquer inventário das práticas existentes nos Estados-Membros para acompanhar o risco sistémico. A ESMA não realizou testes de esforço no âmbito da supervisão, conforme exigido, mas simulou o esforço com base em dados de mercado. Para realizar um acompanhamento eficaz dos riscos sistémicos e dos riscos para os investidores, é necessário dispor de dados adequados. Contudo, não existe um regime harmonizado para a comunicação de informações por parte dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) e as informações sobre os fundos de investimento alternativos (FIA) carecem de pormenores. Até ao momento, a ESMA e o CERS não exploraram plenamente a possibilidade de utilizar os dados existentes recolhidos pelos bancos centrais, baseando-se antes em dados menos fiáveis prestados por fornecedores comerciais.

VIII O Tribunal recomenda que a Comissão deve:

- o avaliar a adequação do quadro existente para alcançar os objetivos pretendidos;
- o ponderar a possibilidade de propor alterações à estrutura de governação da ESMA;
- o simplificar a recolha de dados e atualizar os sistemas de comunicação de informações.

IX O Tribunal recomenda que a ESMA deve:

- o reforçar a eficácia do seu trabalho de convergência;
- o melhorar a identificação do risco sistémico, em cooperação com o CERS.

X A Comissão e a ESMA devem:

- o proteger melhor os investidores no que respeita aos custos indevidos e às informações enganosas.

Introdução

O mercado dos fundos de investimento na UE

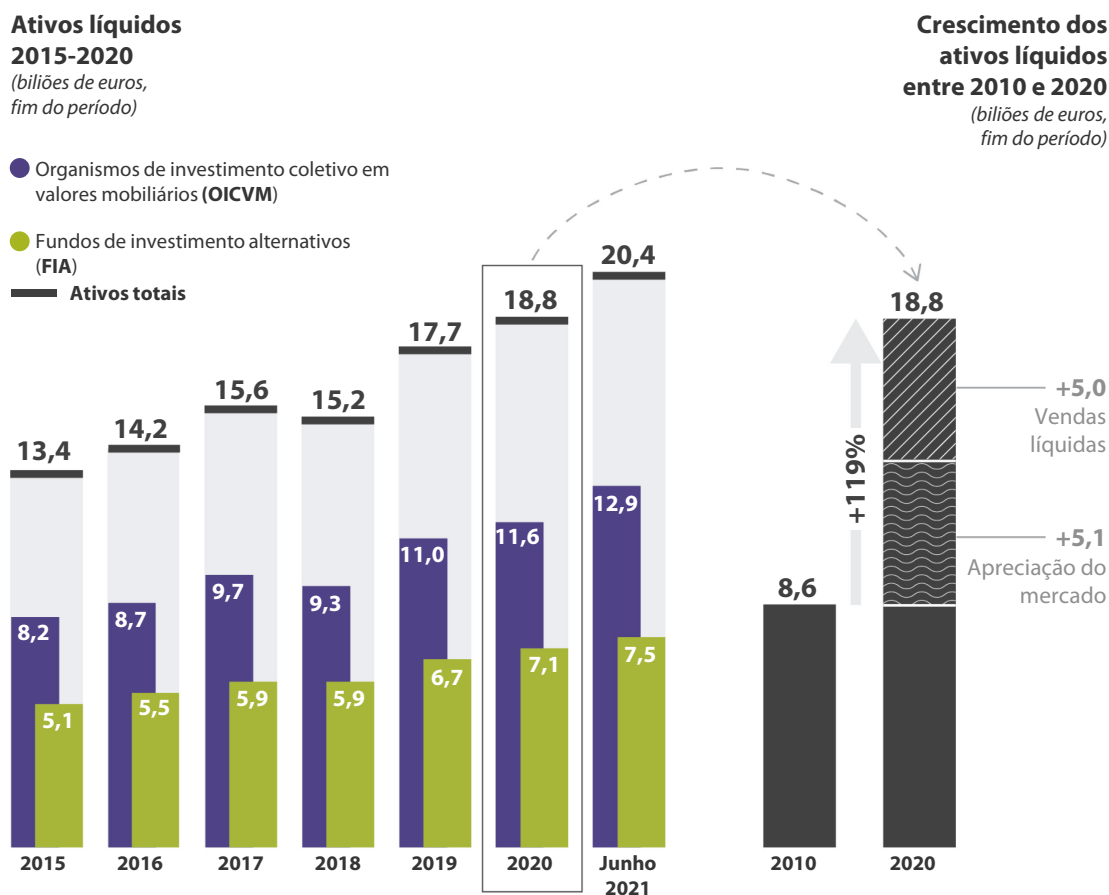
01 Os fundos de investimento agregam o capital dos investidores e investem-no coletivamente através de uma carteira de ativos (como ações, obrigações e bens imobiliários), em conformidade com uma política de investimento definida e segundo o princípio da repartição dos riscos. Desempenham uma função importante na União dos Mercados de Capitais, iniciativa da UE que visa facilitar o fluxo de investimentos em toda a União, acelerando o crescimento, criando emprego e reforçando a autonomia da UE. O objetivo consiste em criar um mercado único competitivo e proporcionar aos investidores uma escolha mais ampla de produtos menos dispendiosos, mas fiáveis.

02 No final de 2020, o valor líquido dos ativos dos 64 000 fundos de investimento domiciliados na UE ascendia a 18,8 biliões de euros, o que faz da UE o segundo maior mercado de fundos de investimento do mundo em termos de ativos sob gestão, atrás dos EUA. Mais de 60% deste montante (11,6 biliões de euros) foram investidos em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM), principalmente destinados a pequenos investidores. Os fundos de investimento alternativos (FIA), que representam 7,1 biliões de euros em valor líquido dos ativos, incluem todos os fundos que não os OICVM (ou seja, fundos de investimento imobiliário, fundos privados de participações, determinados fundos do mercado monetário, fundos de cobertura e outros fundos) e destinam-se principalmente a investidores profissionais.

03 Os fundos de investimento europeus têm vindo a crescer de forma constante nos últimos anos. Entre 2011 e 2020, o valor líquido dos seus ativos aumentou 119% (ou seja, mais de 10 biliões de euros), tendo sido registadas em cada ano entradas líquidas, uma vez que o valor das novas aquisições excedeu sempre o dos resgates. Cerca de metade deste crescimento pode explicar-se pelas vendas líquidas de fundos de investimento e a outra metade pela apreciação do mercado (ver [figura 1](#)). Desde a adoção da Diretiva "Gestores de Fundos de Investimento Alternativos" (DGFIA)¹ em 2011, o valor líquido dos ativos dos FIA da UE cresceu a um ritmo mais rápido do que o dos OICVM, aumentando a sua quota de mercado de 27% dos fundos da UE no final de 2010 para 38% dez anos mais tarde.

¹ [Diretiva 2011/61/UE](#), de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos.

Figura 1 – Fundos de investimento europeus: ativos líquidos por tipo de fundo (2015-2020) e crescimento dos ativos líquidos (2009-2020)

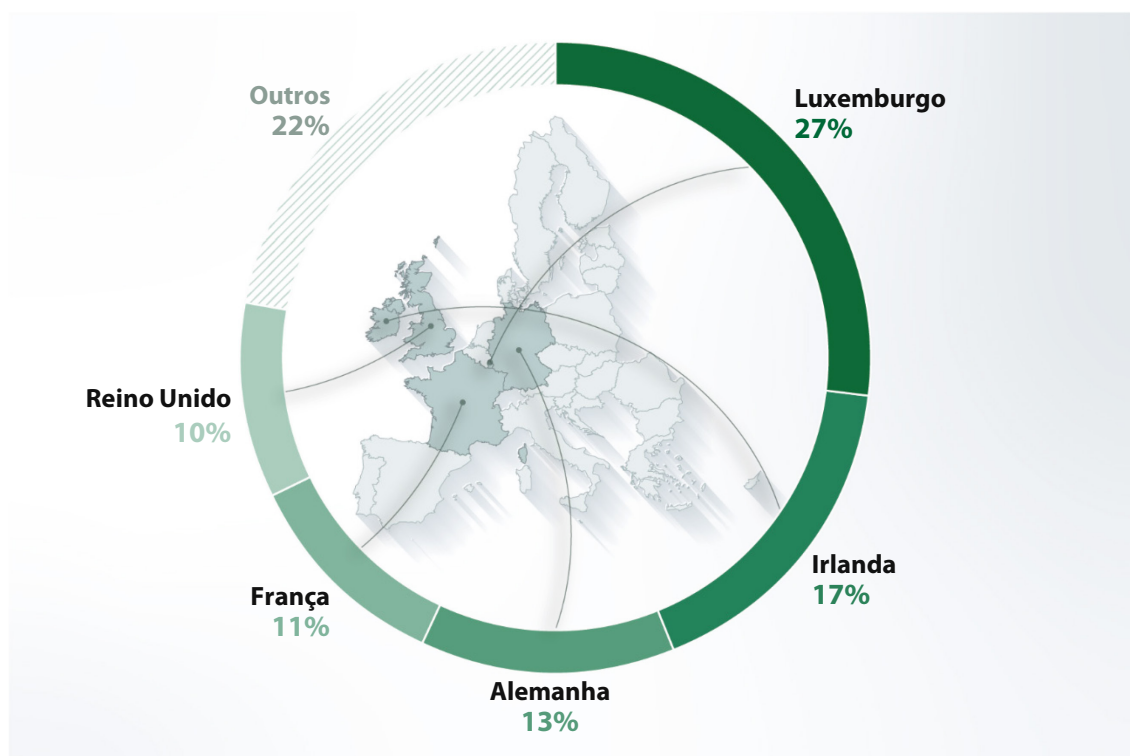


Fonte: EFAMA, Fact Book 2020, p. 8.

04 Embora a dimensão dos fundos domiciliados na UE tenha aumentado, estes continuam a ser muito inferiores aos seus equivalentes norte-americanos. Além disso, a maioria dos grandes gestores de ativos do mundo continua a estar sediada nos EUA. Apenas dois dos 20 maiores gestores de ativos do mundo estão sediados na UE.

05 A grande maioria dos fundos europeus de investimento está domiciliada num punhado de países. Em 2020, quase 80% do total dos ativos líquidos sob gestão foram geridos por fundos situados no Luxemburgo (4,70 bilhões de euros), na Irlanda (3,08 bilhões de euros), na Alemanha (2,39 bilhões de euros), em França (1,97 bilhões de euros) e no Reino Unido (1,75 bilhões de euros) (ver [figura 2](#)). No caso dos OICVM, mais de metade dos ativos líquidos estão domiciliados no Luxemburgo ou na Irlanda. Do total dos ativos sob gestão na União, 70% eram detidos por fundos autorizados ou registados para distribuição num único Estado-Membro. Além disso, 37% dos OICVM e 3% dos FIA estavam registados para distribuição em mais de três Estados-Membros.

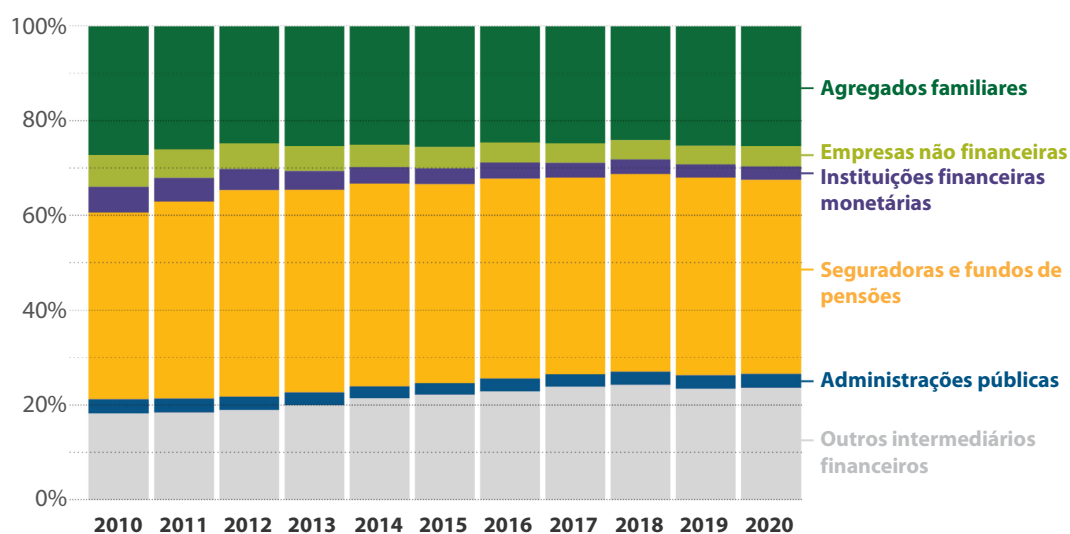
Figura 2 – Repartição dos ativos líquidos por domicílio na UE (2019)



Fonte: TCE, com base em dados da EFAMA.

06 Os investidores institucionais detêm quase dois terços do valor líquido dos ativos dos fundos de investimento. Os agregados familiares detêm diretamente cerca de um quarto da totalidade dos fundos (ver [figura 3](#)), mas têm também uma exposição indireta significativa através dos contratos de seguros de vida e de pensões de reforma que subscrevem.

Figura 3 – Fundos de investimento: percentagem detida por setor



Fonte: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Apesar das taxas de juro quase nulas, os agregados familiares europeus continuam a manter uma grande parte (37% no final de 2020) dos seus ativos financeiros em depósitos, o que é mais do dobro do que nos EUA (16%). Os fundos de investimento aumentaram a sua quota de 8,3% em 2011 para 12,1% em 2017.

Quadro regulamentar

08 A principal legislação nesta matéria é a Diretiva relativa aos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (Diretiva OICVM)² e a Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (DGfIA). Estas diretivas diferem em termos de âmbito de aplicação e de conteúdo. A Diretiva OICVM regulamenta produtos, ao passo que a DGfIA se centra nos requisitos aplicáveis aos gestores. Ambas são diretivas de harmonização mínima que permitem aos legisladores nacionais definir regras mais rigorosas e em maior número do que as normas mínimas estabelecidas pelo direito da UE. A Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II) estipula requisitos de conduta empresarial e de organização para as empresas de investimento, ou seja, as instituições que vendem fundos a clientes não profissionais.

09 A Diretiva OICVM inicial foi revista várias vezes, tendo a Comissão proposto uma nova alteração em 25 de novembro de 2021, no contexto da revisão da DGfIA. Em 2019, foram introduzidas alterações ao quadro dos OICVM e dos GFIA com o objetivo de eliminar os obstáculos regulamentares à distribuição transfronteiriça de fundos de investimento (o pacote transfronteiriço). Além disso, a legislação da UE abrange tipos específicos de fundos, como os fundos do mercado monetário (Regulamento relativo aos fundos do mercado monetário, RFMM).

10 Um dos principais objetivos das diretivas OICVM e GFIA consiste em facilitar as atividades transfronteiriças dos gestores de fundos e dos fundos de investimento, tendo introduzido passaportes de gestão e de comercialização para fundos e gestores de fundos domiciliados na UE:

- o **passaporte de gestão** permite que uma sociedade gestora de OICVM ou um gestor de FIA (GFIA) que tenham sido autorizados num Estado-Membro exerçam a sua atividade noutros Estados-Membros da UE, quer ao abrigo da liberdade de

² Diretiva 2009/65/CE, 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) (reformulação).

prestação de serviços, quer através do estabelecimento de uma sucursal. Embora essa atividade transfronteiriça esteja sujeita a um procedimento de notificação entre as autoridades nacionais competentes (ANC) dos Estados-Membros envolvidos, o gestor de fundos não tem de ser sujeito a um novo processo de autorização;

- o **passaporte de comercialização** permite que os OICVM ou FIA que tenham sido autorizados pela ANC num Estado-Membro da UE sejam comercializados noutros Estados-Membros numa base transfronteiriça, sem necessidade de autorização das ANC do Estado-Membro de acolhimento. Embora o passaporte dos OICVM permita comercializá-los junto de pequenos investidores e de investidores institucionais, o passaporte dos FIA limita-se apenas à comercialização junto de investidores profissionais. À semelhança do passaporte de gestão, a autorização é substituída por um procedimento de notificação entre as ANC de diferentes Estados-Membros da UE.

Responsabilidades da UE e dos Estados-Membros

11 O sistema europeu de supervisão dos fundos é composto por várias partes interessadas europeias e nacionais. Os organismos da UE são responsáveis pelo trabalho legislativo e de coordenação subjacente, enquanto cada Estado-Membro é responsável pela transposição do direito da UE e pela supervisão dos fundos de investimento no seu território:

- o a Comissão Europeia, em especial a Direção-Geral da Estabilidade Financeira, dos Serviços Financeiros e da União dos Mercados de Capitais (DG FISMA), é responsável pelas iniciativas políticas relativas ao setor financeiro, incluindo propostas de diretivas e regulamentos;
- o a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) é uma agência independente da UE responsável pela proteção dos investidores e pela promoção da estabilidade e do bom funcionamento dos mercados financeiros. As suas responsabilidades incluem a convergência no domínio da supervisão e a determinação de riscos para a estabilidade financeira e para os investidores, comparáveis às das outras autoridades europeias de supervisão (AES), cujas estruturas organizativas e desafios conexos são semelhantes;
- o o Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS) é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro na UE. Trabalha em estreita colaboração com a ESMA e as outras autoridades de supervisão;

- o a responsabilidade pela supervisão dos fundos e dos seus gestores cabe às autoridades nacionais competentes com base na legislação nacional, que deve cumprir as normas mínimas estabelecidas pelo direito da UE, ou no direito da UE diretamente aplicável. As ANC são membros com direito de voto no conselho de supervisores da ESMA e participam nos trabalhos do CERS.

Âmbito e método da auditoria

12 O Tribunal realizou esta auditoria com o objetivo de dar resposta ao elevado interesse público nos fundos de investimento, que são especialmente importantes para a UE no seu desenvolvimento da União dos Mercados de Capitais. Estes fundos são propensos a riscos para os investidores e para a estabilidade financeira. A auditoria do Tribunal abrange o período compreendido entre 2016 e julho de 2021.

13 A auditoria examinou se a UE criou um verdadeiro mercado único para os fundos de investimento que garanta a proteção dos investidores e a estabilidade financeira. O Tribunal procurou também dar resposta às seguintes subquestões:

- o As ações da UE definiram um quadro regulamentar adequado para permitir a criação de um verdadeiro mercado único para os fundos de investimento?
- o As ações da UE promoveram a convergência no domínio da supervisão?
- o As ações da UE protegem eficazmente os investidores?
- o As ações da UE avaliam e atenuam com eficácia os riscos para a estabilidade financeira?
- o As autoridades da UE dispõem de dados fiáveis para determinar os riscos para a estabilidade financeira e os investidores?

14 Os critérios de auditoria do Tribunal baseiam-se nas normas internacionais estabelecidas pela Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV) e na legislação da UE (em especial as diretivas OICVM e GFIA e os regulamentos FMM e ESMA). Em alguns casos, o Tribunal compara o mercado da UE com o dos Estados Unidos, que é o mercado de capitais mais desenvolvido.

15 A auditoria centrou-se nas ações realizadas pelas três entidades auditadas: a Comissão, a ESMA e o CERS. O Tribunal realizou entrevistas com pessoal destas instituições e examinou a documentação pertinente. A fim de obter informações adicionais, entrevistou representantes de cinco ANC, de várias associações nacionais de gestão de ativos e de três organizações de consumidores. O Tribunal reuniu-se igualmente com a Autoridade Bancária Europeia (EBA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA). Para complementar estas informações, realizou um inquérito eletrónico às ANC, aos Ministérios das Finanças e a associações de fundos de investimento nos 27 Estados-Membros, a fim de obter as

opiniões destas principais partes interessadas. O Tribunal não auditou diretamente as ANC, mas abrangeu o seu papel enquanto membros da ESMA.

Observações

Os objetivos dos legisladores da UE só foram alcançados em certa medida

Os legisladores da UE fixaram objetivos ambiciosos para um mercado único dos fundos de investimento

16 A Comissão e os legisladores da UE fixaram objetivos ambiciosos para um mercado único dos fundos de investimento. Em 1985, foi adotada a primeira Diretiva OICVM para criar condições que permitissem aos fundos e gestores de fundos domiciliados num Estado-Membro comercializarem os seus fundos em toda a UE sem supervisão noutros Estados-Membros. Os legisladores pretendiam:

- o facilitar a comercialização de fundos noutros Estados-Membros;
- o assegurar uma proteção mais eficaz e uniforme dos investidores;
- o aproximar as condições de concorrência.

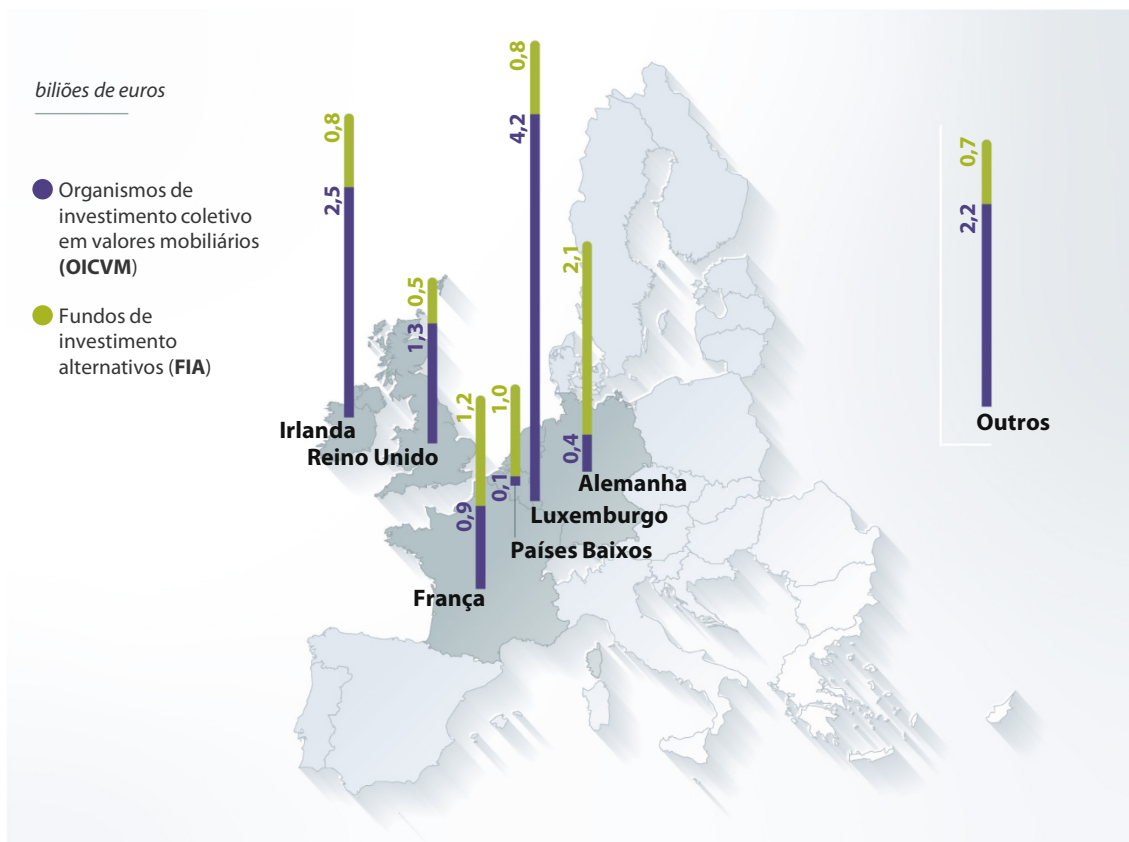
17 Esperava-se que um mercado de fundos de investimento mais integrado oferecesse mais escolha aos investidores da UE e criasse novas oportunidades de negócio para o setor. A pertinência destes princípios gerais e a importância de assegurar condições equitativas foram reiteradas quando da adoção da DGfIA, em 2013³.

O regime de passaporte não criou um verdadeiro mercado único

18 O regime de passaporte contribuiu para a concentração dos domicílios dos fundos. As ações da UE criaram passaportes de comercialização e de gestão para os fundos (ver ponto [10](#)), mas o mercado europeu de fundos continua fragmentado e a maioria dos fundos está domiciliada em apenas alguns países (ver [figura 4](#)).

³ Diretiva 2011/61/UE, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, considerandos.

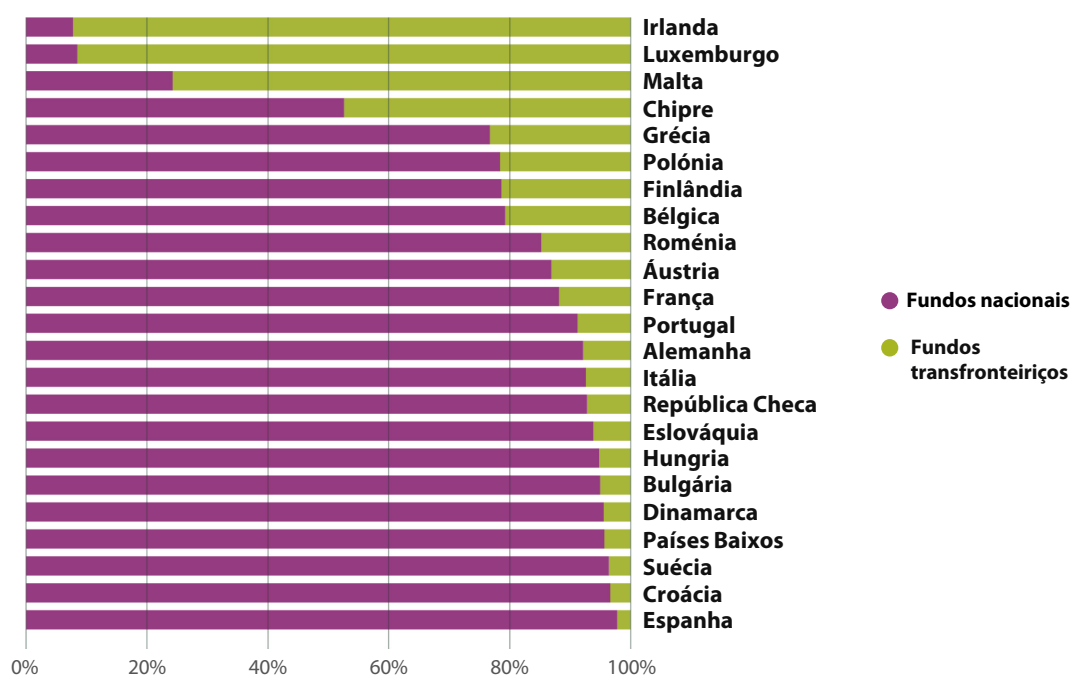
Figura 4 – Valor líquido dos ativos dos OICVM e dos FIA por país de domiciliação (em bilhões de euros)



Fonte: TCE, com base em valores da EFAMA.

19 Na maior parte dos Estados-Membros, os fundos são sobretudo distribuídos no mercado nacional. Em contrapartida, os fundos domiciliados em alguns países são predominantemente vendidos no estrangeiro (ver [figura 5](#)). De acordo com a Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos (EFAMA), os fundos locais representam 67% dos fundos detidos na Europa, em comparação com 73% há dez anos.

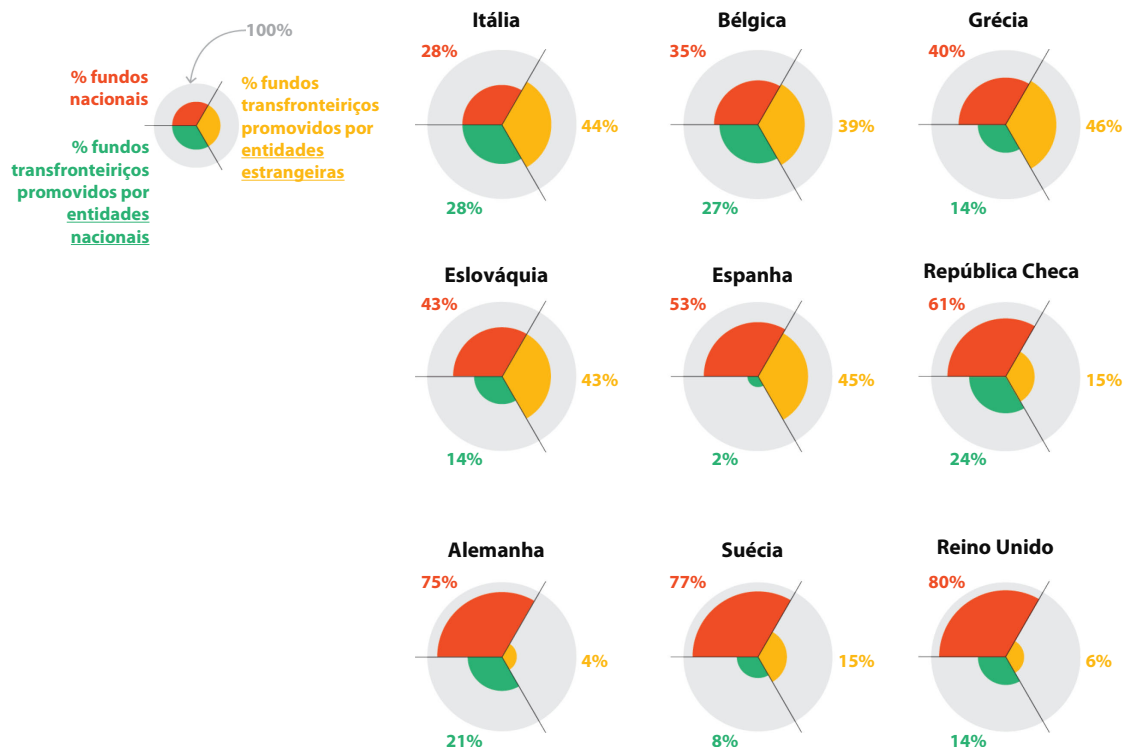
Figura 5 – Fundos nacionais em comparação com fundos transfronteiriços



Fonte: EFAMA, *Fact Book 2021*, gráfico 3.16, p. 50.

20 Em vários Estados-Membros da UE, a maioria dos fundos transfronteiriços é vendida por gestores de ativos nacionais e não por gestores de ativos estrangeiros. A [figura 6](#) apresenta uma repartição da propriedade dos fundos de investimento, incluindo os fundos transfronteiriços promovidos por entidades nacionais.

Figura 6 – Propriedade dos fundos e "verdadeiros" fundos transfronteiriços



Fonte: EFAMA, *Fact Book 2021*, p. 45.

21 A Comissão designa este fenómeno por "fundos de ida e volta" (*round-trip funds*), uma categoria de fundos que não considera "verdadeiros" fundos transfronteiriços. Segundo a ESMA, os fundos são frequentemente notificados para efeitos de comercialização transfronteiriça, mas não necessariamente comercializados. Assim, a verdadeira comercialização transfronteiriça é mais reduzida do que os números sugerem. Na sua avaliação de impacto que acompanha as propostas de pacote transfronteiriço, de 2018, a Comissão concluiu que os fundos de ida e volta não representam um verdadeiro aprofundamento do mercado único nem um aumento da escolha dos investidores. Considerou ainda que os casos em que um fundo é comercializado em pelo menos um Estado-Membro fora do mercado nacional do seu gestor e domicílio são uma melhor indicação da atividade transfronteiriça⁴.

⁴ Documento de trabalho dos serviços da Comissão SWD(2018) 054 final, de 12.3.2018, p. 12.

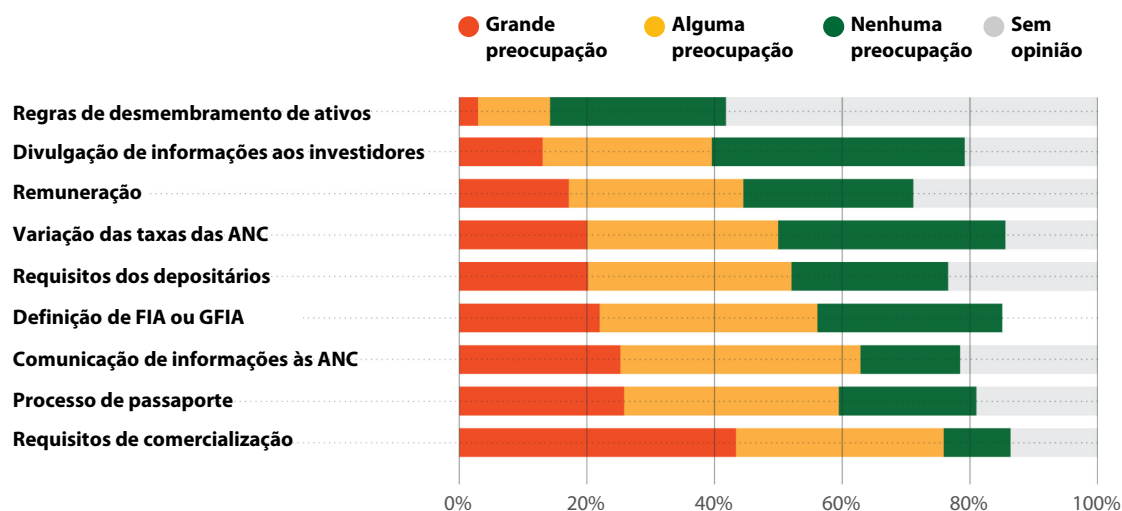
22 Com base na avaliação de impacto da Comissão que acompanha o pacote transfronteiriço⁵, os legisladores assinalaram as abordagens divergentes em matéria de regulamentação e supervisão como uma justificação para a fragmentação dos mercados de fundos da UE. Observaram igualmente que existiam obstáculos à comercialização transfronteiriça que impediam a comercialização dos fundos noutros Estados-Membros⁶. Por conseguinte, o pacote legislativo centrou-se na divergência dos requisitos e práticas regulamentares nacionais relativamente à utilização dos passaportes da UE, incluindo requisitos de comercialização, taxas regulamentares e requisitos administrativos e de notificação.

23 Embora persistam abordagens divergentes, o Tribunal constatou que a Comissão não demonstrou que os obstáculos à entrada no mercado daí resultantes são, de facto, a principal causa da fragmentação do mercado e do reduzido número de verdadeiros fundos transfronteiriços. O TCE observa que, num relatório de 2018 sobre o funcionamento da DGfIA, se refere que quase metade dos participantes num inquérito declarou que esta diretiva não é aplicada de forma coerente em toda a UE. Assim, o problema não está relacionado com a legislação, mas com a sua aplicação nos Estados-Membros. No entanto, esta incoerência não era uma grande preocupação para a maioria destes participantes (ver [figura 7](#)).

⁵ Documento de trabalho dos serviços da Comissão [SWD\(2018\) 054 final](#), de 12.3.2018, pp. 7 e 14.

⁶ [Regulamento \(UE\) 2019/1156](#), de 20 de junho de 2019, que visa facilitar a distribuição transfronteiriça de organismos de investimento coletivo, considerando 1.

Figura 7 – Preocupação sobre a aplicação incoerente da DGfIA



Fonte: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)⁷.

24 Enquanto instrumento legislativo utilizado pelos legisladores, as diretivas estabelecem normas mínimas. As diretivas da UE em causa estipulam explicitamente que, em geral, o Estado-Membro de origem pode estabelecer regras mais rigorosas do que as enunciadas⁸. O relatório de Larosière salientou que as diretivas não atingem o nível necessário de harmonização e recomendou que se evitasse legislação futura que permita uma transposição e uma aplicação incoerentes⁹. Metade das ANC que responderam ao inquérito do Tribunal afirmou que a legislação dos seus Estados-Membros impunha efetivamente regras mais rigorosas. O Tribunal observa que a existência de regras uniformes sob a forma de regulamentos pode ser mais adequada para criar condições equitativas em toda a UE.

25 Além disso, o Tribunal observa que as diretivas desencadearam um nivelamento por baixo. A prática da sobrerregulação (ou seja, o estabelecimento de normas mais rigorosas) e os debates realizados com as partes interessadas sugerem que os países que se limitam a transpor os requisitos mínimos prescritos nas diretivas têm uma vantagem competitiva enquanto países de domiciliação quando comparados com os que definem normas mais rigorosas. Aliada a um regime fiscal favorável e à possibilidade de transferência de lucros, esta situação cria fortes incentivos para que o

⁷ FISMA/2016/105(02)/C, 10 de dezembro de 2018.

⁸ Diretiva OICVM, considerando 15; Diretiva GFIA, considerando 17.

⁹ *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 de fevereiro de 2009, considerandos 100-109 e recomendação 10.

setor dos fundos de investimento participe na busca do foro mais vantajoso, dando origem a distorções da concorrência.

O impacto das iniciativas legislativas é reduzido

26 O Tribunal constatou que a análise da própria Comissão reconhece as limitações dos impactos esperados das suas propostas legislativas. A Comissão assinalou fatores importantes, como a fiscalidade, a procura local e a rede de distribuição, que influenciam os locais onde os gestores de ativos optam por distribuir os seus fundos de investimento, mas que não podem ser resolvidos pela legislação da UE.

27 O Tribunal constata ainda que um dos principais problemas detetados pela própria Comissão não é o quadro jurídico em si, mas sim o facto de os países de acolhimento criarem obstáculos à entrada no mercado. A Comissão dispõe de instrumentos para resolver os casos em que os Estados-Membros criam obstáculos à entrada no mercado ou em que as ANC são suscetíveis de violar o direito da UE, designadamente o seu poder, enquanto guardião dos Tratados, de iniciar procedimentos de infração ou solicitar à ESMA que instaure procedimentos por "violação da legislação da União". Todavia, a Comissão concluiu que os obstáculos remanescentes podem ser resolvidos de forma mais eficiente (mediante legislação) ao nível da UE¹⁰.

28 As avaliações de impacto, como a relativa ao pacote transfronteiriço, incluem frequentemente uma avaliação *ex post* das disposições afetadas pela iniciativa. Contudo, a revisão da Diretiva OICVM, inicialmente prevista para setembro de 2017, foi adiada.

29 A Comissão nunca realizou um balanço de qualidade exaustivo de todo o quadro jurídico que rege os fundos de investimento, nem está previsto nenhum num futuro próximo. O único balanço de qualidade que abrange parcialmente os fundos de investimento foi o que a Comissão realizou aos requisitos de supervisão da UE em 2017-2019¹¹.

30 A Comissão estabelece planos estratégicos plurianuais e planos de gestão anuais e apresenta relatórios sobre a concretização dos seus objetivos. O Tribunal detetou falhas na medição do desempenho da Comissão. Por exemplo, o principal indicador de

¹⁰ Documento de trabalho dos serviços da Comissão [SWD\(2018\) 054 final](#), de 12.3.2018, p. 14.

¹¹ Comissão Europeia, [Fitness check of EU supervisory requirements](#), SWD (2019) 402 e 403.

resultados para os OICVM no Plano Estratégico para 2016-2020 era a percentagem de fundos de OICVM transfronteiriços em relação ao número total vendido na UE. O Tribunal observa que, posteriormente, a Comissão reduziu de cinco para três o número mínimo de Estados-Membros em que um fundo é vendido para que possa ser considerado transfronteiriço.

31 O Plano Estratégico para 2020-2024 contém principalmente objetivos horizontais específicos e indicadores de resultados conexos. O Tribunal constatou que a maioria dos objetivos intermédios e das metas estabelecidos para os indicadores de resultados nesse plano não são específicos. Os indicadores devem ser relevantes, aceites, credíveis, fáceis de acompanhar e robustos, com base no quadro de controlo interno da Comissão. São utilizados termos como "aumento", "tendência positiva" e "diminuição", mas sem especificar em que medida um aumento ou diminuição seria considerado satisfatório. Além disso, as metas de alguns indicadores de resultados são pouco ambiciosas. Por exemplo, a diminuição dos custos para os pequenos investidores já tinha sido cumprida quando foi fixado o objetivo.

A transposição nem sempre foi tempestiva

32 A Comissão verifica a tempestividade, a exaustividade e a conformidade da transposição das diretivas pelos Estados-Membros. Uma transposição tardia e/ou incorreta pode impedir a criação de condições equitativas e prejudicar o bom funcionamento do mercado único. A Comissão deve lançar procedimentos de infração para instar os Estados-Membros a agirem quando se atrasam na adoção das medidas necessárias.

33 No que diz respeito à Diretiva OICVM e à DGFIA, apenas 12 Estados-Membros notificaram a transposição dentro dos prazos. Acresce que foram necessários mais oito anos para a Comissão considerar que a transposição da DGFIA estava concluída.

A ESMA intensificou os esforços para promover a convergência no domínio da supervisão e a supervisão eficaz, mas os progressos são limitados

34 Tal como descrito anteriormente (ver ponto **08**), as ANC supervisionam os fundos de investimento e os seus gestores, bem como as empresas de investimento e outros intermediários financeiros, com base em legislação nacional harmonizada, mas não em normas uniformes. Assim, os requisitos jurídicos e as práticas regulamentares podem continuar a divergir de um Estado-Membro para outro.

35 Neste contexto, os legisladores da UE confiaram à ESMA as tarefas de:

- o contribuir para assegurar uma aplicação coerente, eficiente e eficaz da legislação da UE aplicável;
- o promover a convergência das práticas de supervisão para reforçar a coerência dos resultados da supervisão entre as ANC, com o objetivo de estabelecer uma cultura de supervisão comum¹².

36 A convergência no domínio da supervisão não significa uma abordagem única, mas sim uma execução e uma aplicação coerentes e eficazes das mesmas regras, bem como abordagens suficientemente semelhantes para riscos semelhantes. O objetivo global é procurar obter resultados comparáveis em matéria de regulamentação e de supervisão. No entanto, não significa que seja suficiente alcançar resultados comparáveis, independentemente das abordagens de supervisão utilizadas.

37 O relatório de Larosière salientou a importância da convergência para os mercados financeiros da UE¹³. Em 2014, o Fundo Monetário Internacional, a Comissão e o Parlamento publicaram relatórios sobre o funcionamento do Sistema Europeu de Supervisão Financeira, nos quais reconheceram o contributo da ESMA para a criação de um conjunto único de regras, mas sugeriram também que se incidisse mais na convergência no domínio da supervisão¹⁴.

38 A Comissão salientou igualmente que é essencial uma supervisão mais eficaz e coerente para eliminar as possibilidades de arbitragem regulamentar e que a ESMA desempenha um papel fundamental na promoção da integração dos mercados de capitais¹⁵. Esta afirmação foi reiterada em 2019 no contexto das revisões dos regulamentos relativos às AES. Os legisladores da UE salientaram que, "[p]or conseguinte, é particularmente urgente realizar progressos quanto à convergência no domínio da supervisão, para concluir a união dos mercados de capitais"¹⁶.

¹² Artigo 1º do [Regulamento ESMA](#).

¹³ *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 de fevereiro de 2009.

¹⁴ *ESMA Strategic Orientation 2016-2020*, ESMA/2015/935, p. 3.

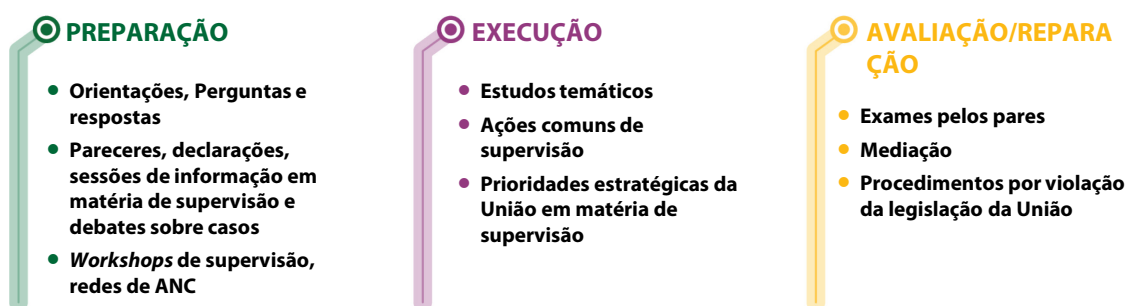
¹⁵ Documento de trabalho dos serviços da Comissão [COM\(2017\) 292 final](#), de 8.6.2017, capítulo 4.1.

¹⁶ [Regulamento \(UE\) 2019/2175](#), de 18 de dezembro de 2019, considerando 7.

A ESMA dispõe dos instrumentos necessários para promover a convergência no domínio da supervisão

39 Para promover a convergência, a ESMA dispõe de muitos instrumentos que podem ser agrupados em três categorias (preparação, execução e avaliação/reparação) e que são sintetizados na *figura 8*. A ESMA criou outros instrumentos, tais como debates sobre casos e ações comuns de supervisão.

Figura 8 – Síntese dos instrumentos da ESMA para promover a convergência no domínio da supervisão



Fonte: TCE, com base no Regulamento ESMA.

A ESMA intensificou o seu trabalho em matéria de convergência

40 A ESMA intensificou os seus esforços em matéria de convergência no domínio da supervisão. Na sua Orientação Estratégica para o período de 2016-2020, comprometeu-se a afetar mais recursos a esta atividade, clarificou os seus objetivos e reorientou vários domínios específicos para o seu trabalho em matéria de convergência. Desde então, aumentou o número de pessoal afetado, que passou de 5 (5,7 ETC) para 8 em 2020 (8,7 ETC).

41 Em 2020, a ESMA criou um quadro que permite um método mais baseado nos riscos para as suas atividades de convergência no domínio da supervisão. Existe um mapa térmico que indica os riscos pertinentes, mas que contém poucas informações sobre as diferenças na aplicação das regras e a divergência das práticas. Não obstante, o mapa é um passo positivo. Tem sido eficaz na determinação dos domínios em que deve ser efetuada uma supervisão com base nos riscos em toda a UE, embora o seja menos na definição de temas para trabalhos de convergência adicionais. O Tribunal constatou também que a ESMA conseguiu aplicar um método mais sistemático e baseado em provas ao trabalho de convergência.

Há poucas provas dos impactos e não existe um mecanismo para medir a eficácia

A eficácia das orientações não está demonstrada

42 No passado, os instrumentos preparatórios, como as orientações, eram os instrumentos de convergência mais importantes da ESMA. As orientações estão sujeitas ao mecanismo "cumprir ou explicar", ou seja, as ANC têm de notificar a ESMA se pretendem aplicá-las ou não. A ESMA publica quadros de cumprimento relativos a cada orientação, que são atualizados regularmente¹⁷.

43 O Tribunal constatou que o cumprimento das orientações pelas ANC nem sempre está assegurado. As orientações internas da ESMA¹⁸ exigem que esta verifique e avalie a aplicação das orientações. Embora a Autoridade solicite anualmente às ANC informações sobre o cumprimento das orientações por parte destas, apenas controlou se na realidade as cumpriam uma vez, mediante um exame pelos pares. Este exame revelou que as orientações tinham sido ineficazes na promoção da convergência no domínio da supervisão e que, de um modo geral, as ANC apenas tinham cumprido uma pequena parte do que notificaram (ver [caixa 1](#)).

Caixa 1

Conclusões do exame pelos pares sobre as orientações relativas aos fundos de índices cotados e outros OICVM

O exame pelos pares abrangeu os seis maiores domicílios de fundos na UE e demonstrou que nenhum deles tinha aplicado integralmente as orientações. Duas ANC cumpriam parcial ou insuficientemente as orientações e, nestes países, a ESMA chegou mesmo a qualificar algumas práticas de supervisão como contrárias às orientações e incompatíveis com condições equitativas para os OICVM no mercado único. Globalmente, apontou divergências significativas na aplicação das orientações e vários domínios em que o objetivo da convergência em matéria de supervisão não tinha sido alcançado.

¹⁷ *ESMA Notifications of Compliance with Guidelines – Overview Table.*

¹⁸ *Internal Guidance – Guidelines compliance notification process, ESMA42-110-888, pontos 35 e 38.*

As ações comuns de supervisão promoveram intercâmbios regulares entre supervisores e permitiram à ESMA coordenar as atividades de supervisão das ANC

44 As ações comuns de supervisão são um instrumento de convergência que foi desenvolvido pela ESMA, tal como as redes de coordenação da supervisão e os intercâmbios com as ANC com base em queixas. A ESMA valoriza estes instrumentos pela sua natureza prospetiva e por ajudarem a identificar questões de convergência, tendo já lançado várias ações comuns de supervisão relacionadas com OICVM e a DMIF II.

45 As ações comuns de supervisão e as redes de coordenação são instrumentos que permitem aos supervisores a partilha de experiências e a aprendizagem mútua, o que leva a concluir que devem contribuir para uma cultura de supervisão comum ao longo do tempo. As ações comuns de supervisão também ajudam a ESMA a detetar divergências nas práticas de supervisão e possíveis insuficiências na supervisão das ANC, bem como a fornecer orientações sobre a aplicação prática do direito da UE, por exemplo, nos casos em que as ANC ainda não dispõem de uma metodologia sólida.

46 As ações comuns de supervisão permitem à ESMA centrar a atenção da supervisão em riscos específicos, bem como promover e coordenar as atividades de supervisão, o que pode resultar num volume de trabalho pesado, uma preocupação que foi suscitada por várias ANC no inquérito do Tribunal.

Os instrumentos de avaliação e reparação têm sido utilizados muito raramente, apesar do seu impacto possivelmente maior

47 Os exames pelos pares podem ser um instrumento importante, mas raramente são utilizados no domínio dos fundos de investimento. A ESMA tenciona começar a utilizá-los mais frequentemente, mas também salientou as limitações de recursos e a necessidade de manter um equilíbrio entre todos os setores abrangidos pelo seu mandato. O que distingue um exame pelos pares de outros instrumentos de convergência é o facto de exigir que a ESMA realize e publique uma avaliação formal não só do nível de convergência alcançado em termos de práticas de supervisão e imposição do cumprimento da legislação, mas também da capacidade de supervisão. Estes exames permitem à ESMA emitir orientações e recomendações para corrigir eventuais deficiências detetadas. Desde a sua criação, em 2011, a Autoridade realizou apenas dois exames pelos pares relativos a fundos de investimento: um sobre as

orientações do Fundo do Mercado Monetário (FMM), em 2013, e outro sobre as orientações relativas aos fundos de índices cotados e outros OICVM, em 2018¹⁹.

48 A ESMA dispõe igualmente de dois instrumentos de reparação: a mediação e os procedimentos por violação da legislação da União, que lhe conferem poderes para investigar e reparar alegadas violações do direito da União ou para resolver diferendos entre as ANC. Num caso, a ESMA deu assistência a duas ANC para que sanassem um diferendo. Em algumas situações, iniciaram-se investigações por violação da legislação da União de modo informal. Houve um procedimento de violação da legislação da União formal, que levou a uma alteração nas práticas da ANC.

A ESMA enfrenta dificuldades na utilização eficaz dos seus instrumentos

49 A ESMA enfrenta várias dificuldades para utilizar estes poderes com eficiência e eficácia. Esta Autoridade depende da boa vontade das ANC em disponibilizar contributos, conhecimentos técnicos e pessoal para participar no seu trabalho de convergência. O mesmo se aplica à EBA e à EIOPA, como demonstrado pelas auditorias do Tribunal a estas agências²⁰. A ESMA tomou medidas para assegurar que os participantes das ANC dispõem dos conhecimentos especializados necessários. No entanto, a participação destas autoridades nas atividades de convergência da ESMA é, em grande medida, voluntária (além dos exames pelos pares, da mediação e dos procedimentos por violação da legislação da União), o que por vezes prejudica a eficácia do trabalho da Autoridade.

50 O Tribunal constatou que a maioria das ANC participa e contribui para o trabalho da ESMA, mas que algumas estão mais relutantes. Por exemplo, no caso das ações comuns de supervisão, as ANC de menor dimensão tendem a ser mais ativas na apresentação de casos, enquanto outras de maior dimensão optam por uma postura mais passiva. Algumas ANC não responderam aos pedidos do pessoal da ESMA para participarem de forma ativa e apresentarem casos; por exemplo, as autoridades que nunca tinham utilizado os seus poderes sancionatórios não contribuíram para um seminário conexo da ESMA em 2020.

51 O órgão de decisão da ESMA é composto por representantes das ANC. Embora estes últimos sejam obrigados a agir no interesse exclusivo da UE no seu conjunto, esse nem sempre é o caso. A proposta da Comissão no sentido de tratar esta questão de governação empresarial no contexto da revisão das AES foi rejeitada. Foi dada

¹⁹ [ESMA/2013/476](#), de 15 de abril de 2013, e [ESMA42-111-4479](#), de 30 de julho de 2018.

²⁰ [Relatório Especial 29/2018](#) e [Relatório Especial 10/2019](#) do TCE.

resposta ao conflito de interesses mais óbvio: as ANC já não podem participar na discussão e na votação de recomendações relativas a procedimentos por violação da legislação da União em que elas próprias estejam em causa. As regras da ESMA aplicáveis à mediação dão uma resposta semelhante às situações de conflito de interesses. Porém, todo o trabalho de convergência diz respeito a estas autoridades, pois são as suas práticas de supervisão e os seus resultados que são visados. O mesmo se aplica aos esforços da ESMA para promover a eficiência e a eficácia da supervisão.

52 A ESMA depende da boa vontade das ANC. Um exemplo é o das responsabilidades das autoridades de origem e de acolhimento num contexto transfronteiras, um ponto de destaque e recorrente no programa de convergência da ESMA (ver [caixa 2](#)). A Autoridade tem sido apenas parcialmente eficaz na promoção do bom funcionamento dos passaportes da UE relativos à comercialização e à gestão, pelo que não conseguiu eliminar as práticas de supervisão que criam obstáculos à entrada no mercado.

Caixa 2

As responsabilidades das autoridades de origem e de acolhimento ainda estão em discussão

A ESMA, em 2017, e o Comité Conjunto das AES, em 2019, clarificaram as regras existentes e as funções conexas. Foram realizados debates adicionais no contexto de vários fluxos de trabalho e de um seminário, em 2020. Contudo, o regime de passaporte, que estipula que as autoridades de origem são exclusivamente responsáveis pela supervisão dos gestores de fundos e dos fundos, não é plenamente respeitado, enquanto o papel das autoridades de acolhimento se limita à garantia do respeito pelas regras de conduta locais.

53 O Tribunal observa igualmente que todas as questões de convergência salientadas pela ESMA na sua carta à Comissão sobre a revisão da DGFIA²¹ foram amplamente abrangidas pelo trabalho de convergência, o que demonstra que os esforços desta Autoridade apenas foram eficazes até certo ponto.

²¹ Carta da ESMA sobre a revisão da DGFIA, ESMA34-32-550, 18 de agosto de 2020 (em inglês).

54 Outro exemplo é a delegação. As Diretivas OICVM e GFIA permitem ambas que as sociedades gestoras deleguem funções em terceiros. Todavia, segundo a ESMA, as abordagens à supervisão e os seus resultados continuam a divergir em termos da extensão da delegação permitida, bem como das funções que podem ser delegadas (ver [caixa 3](#)).

Caixa 3

Extensão da delegação

A ESMA salientou que, em alguns Estados-Membros, em grande medida ou mesmo totalmente, a gestão de carteiras é delegada em terceiros, dentro ou fora do grupo do GFIA ou da sociedade gestora de OICVM, podendo encontrar-se fora da UE. Nestes casos, a maioria do pessoal operacional que desempenha funções de gestão de carteiras ou de riscos, de administração e outras funções trabalha por delegação para os fundos em questão, não sendo assim, segundo a Autoridade, diretamente empregada pelo GFIA ou sociedade gestora de OICVM autorizados e auferindo uma grande parte das comissões de gestão. Para a ESMA, tais práticas (de mercado) existentes em alguns Estados-Membros levantam questões quanto à possibilidade de o GFIA ou a sociedade gestora de OICVM licenciados ainda gerirem eficazmente esses FIA e OICVM.

Fonte: carta da ESMA sobre a revisão da DGFIA, ESMA34-32-550, 18 de agosto de 2020 (em inglês).

55 O Tribunal observou igualmente que a ESMA enfrenta alguma resistência por parte das ANC nos seus esforços para aumentar a transparência. As publicações obrigatórias, como o relatório anual sobre as sanções ou o relatório estatístico anual sobre o desempenho e os custos dos produtos de investimento de retalho da UE, dão informações valiosas, designadamente sobre as diferenças entre os Estados-Membros em termos de realidades do mercado e da natureza intrusiva da supervisão. Porém, existe uma resistência significativa das ANC no que se refere à publicação dos resultados das ações comuns de supervisão. Os relatórios finais sobre estas ações nunca foram publicados.

As ANC preferem instrumentos preparatórios menos intrusivos, que não são tão eficazes

56 No passado, a ESMA recorreu sobretudo a orientações, pareceres e a perguntas e respostas. O Tribunal encontrou provas de que estes instrumentos preparatórios não são muito eficazes na promoção da convergência no domínio da supervisão.

Recentemente, a ESMA incidiu mais nos instrumentos de execução, como as redes de coordenação e as ações comuns de supervisão.

57 Quase metade das ANC considerou que os instrumentos mais intrusivos (como os procedimentos por violação da legislação da União e a mediação) não eram úteis e preferia claramente instrumentos preparatórios. A ESMA quase nunca utilizou instrumentos mais intrusivos. Não obstante, estes poderes permitiriam à Autoridade ter um impacto direto nas ações de supervisão e nos resultados em casos individuais ou dar resposta a casos de falta de aplicação ou de aplicação incorreta do direito da UE.

A ESMA não dispõe de um mecanismo para medir a eficácia

58 Os programas de trabalho anuais da ESMA fixam objetivos, mas descrevem sobretudo as atividades planeadas, em vez de definirem realizações específicas ou objetivos verificáveis. Em termos de instrumentos, demonstram uma preferência pela promoção do intercâmbio entre os intervenientes na supervisão sobre as práticas seguidas por estes, através da discussão sobre casos concretos específicos ou as novas ações comuns de supervisão. Trata-se de uma estratégia útil para obter uma melhor compreensão sobre práticas de supervisão que possam contribuir ao longo do tempo para o desenvolvimento de uma cultura de supervisão comum.

59 O facto de os supervisores de diferentes ANC falarem entre si, partilharem experiências e poderem aprender uns com os outros é, por si só, uma realização importante. O Tribunal constatou que a ESMA teve algum êxito na promoção de estratégias comuns e no reforço da qualidade da supervisão quando iniciou, coordenou e apoiou atividades de supervisão específicas para fazer face a riscos precisos em toda a UE, por exemplo através de ações comuns de supervisão. No entanto, a ESMA tem poucas provas de que as suas atividades tenham reduzido significativamente as divergências existentes.

60 O Tribunal reconhece a complexidade de medir o impacto do trabalho de convergência da ESMA. No entanto, a sua atual medição do desempenho, centrada nas realizações (incluindo os novos indicadores-chave de desempenho centrados nos resultados, introduzidos em 2019), não permite medir o contributo da Autoridade para reduzir as divergências existentes nas práticas de supervisão e nos resultados. A ESMA não está em posição de avaliar o nível de divergência, a não ser em alguns domínios em que tenha realizado exames pelos pares ou debates sobre casos e ações comuns de supervisão. Além disso, tem uma visão incompleta da forma como as ANC aplicam o direito da UE na prática, que se baseia, em grande medida, nos elementos partilhados

por estas autoridades. A ESMA não dispõe nem de informações em primeira mão sobre as atividades de supervisão destas autoridades, nem de acesso a elementos de prova concretos (por exemplo, ficheiros de supervisão).

O trabalho da ESMA revelou insuficiências na supervisão e possíveis distorções da concorrência

61 De acordo com os princípios fundamentais da OICV²², que constituem as normas mundiais para a regulamentação dos valores mobiliários, uma imposição rigorosa do cumprimento da legislação em matéria de valores mobiliários é fundamental para promover a confiança dos investidores. A Diretiva OICVM e a DGFIA contêm um conjunto abrangente de poderes regulamentares para lidar com as infrações aos requisitos regulamentares por parte dos fundos e gestores de fundos. Estes poderes vão desde sanções administrativas até ordens de cessação e mesmo à retirada de licenças, permitindo uma imposição eficaz do cumprimento da lei.

62 O trabalho da ESMA mostra que a qualidade da supervisão difere consoante os Estados-Membros. Esta Autoridade tem conseguido que as ANC incidam mais no acompanhamento e assegurou a existência de estratégias comuns para a recolha de informações (designadamente a deteção de situações de incumprimento dos requisitos regulamentares por parte do setor). Podem citar-se como bons exemplos os seus trabalhos sobre a gestão por indexação de fundos e sobre custos e taxas, bem como a ação comum de supervisão sobre a gestão do risco de liquidez.

63 Além disso, o Tribunal constatou que a ESMA teve muito menos impacto nas práticas de supervisão e nos resultados relativos ao seguimento realizado pelas ANC nos casos em que as suas atividades revelaram situações de incumprimento dos requisitos regulamentares. As informações obtidas pela ESMA com o seu trabalho de convergência mostram que existe uma falta generalizada de atividades de imposição do cumprimento da legislação por parte de todas as ANC na UE, embora em graus diferentes.

64 O Tribunal constatou que as ANC estão geralmente relutantes em utilizar poderes formais de supervisão, apesar dos esforços da ESMA para promover a sua utilização. A análise dos documentos internos da Autoridade mostra que os gestores de fundos que

²² *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, maio de 2017, secção C. *Principles relating to enforcement*, 1. *Preamble*, 2020, p. 63.

infringem os requisitos regulamentares apenas correm o risco de receber um pedido de cumprimento por parte da ANC, ser instados a reembolsar as taxas cobradas ilegalmente ou, na pior das hipóteses, receber uma pequena multa.

65 Por exemplo, os relatórios anuais da ESMA sobre a aplicação de sanções aos OICVM indicam que as ANC não utilizam os poderes sancionatórios na mesma medida e que, excluindo algumas delas, o número e o montante das sanções aplicadas a nível nacional são relativamente baixos²³. Em 2020, 13 ANC não impuseram quaisquer sanções. As atividades da ESMA acima referidas revelam insuficiências semelhantes quanto à imposição do cumprimento da legislação.

66 O exame dos relatórios internos da ESMA realizado pelo Tribunal revela que houve casos em que as ANC impuseram insuficientemente a legislação e, portanto, não cumpriram as suas obrigações. O TCE constatou que a ESMA, apesar dos seus esforços, não conseguiu promover uma aplicação eficaz do direito da União. Em alguns casos, as ANC explicaram que os requisitos legais no seu país não são suficientemente claros, o que indica problemas com a transposição ou com a aplicação das diretivas nesses Estados-Membros. Na opinião do Tribunal, estes casos poderiam ser sido objeto de procedimentos por violação da legislação da União, recorrendo à função de policiamento da ESMA.

67 Entre os objetivos da promoção da convergência no domínio da supervisão, contam-se evitar situações de distorções da concorrência e de arbitragem regulamentar decorrentes de diferentes práticas de supervisão, bem como assegurar que a atividade financeira não seja transferida para países com uma supervisão laxista. A ESMA observou práticas divergentes em domínios como a delegação, que podem resultar em distorções deste tipo.

68 Esta situação foi uma das preocupações subjacentes ao trabalho da ESMA relacionado com o Brexit. A este respeito, o Tribunal constatou que a Autoridade tinha conseguido estabelecer normas comuns de supervisão para a autorização (incluindo o aspeto da delegação) de fundos e gestores de fundos que já não tinham acesso ao mercado único. A ESMA criou uma rede de coordenação da supervisão, que examinou 250 casos diferentes em vários domínios setoriais, incluindo a gestão de investimentos. O Tribunal constatou que, através de um amplo envolvimento antes da tomada de decisões de supervisão, a ESMA contribuiu para evitar que essas distorções da concorrência se concretizassem.

²³ Comunicado de imprensa da ESMA (em inglês).

A Comissão e a ESMA tomaram medidas para proteger melhor os investidores, mas os custos continuam a ser elevados

69 Os produtos de investimento são complexos e pode ser difícil compará-los ou compreender plenamente os riscos que implicam, em especial para os (pequenos) investidores não profissionais. Estes devem, por isso, ser devidamente informados sobre os riscos potenciais. O quadro jurídico da União visa reduzir o risco de venda indevida, aos pequenos investidores, de produtos financeiros que não se adequem às suas necessidades ou expectativas²⁴.

A legislação da UE inclui muitas medidas para proteger os investidores

70 A legislação da UE para proteger os investidores está dispersa por um grande número de regulamentos, diretivas, atos delegados da Comissão e orientações da ESMA. Algumas destas medidas estão incluídas na Diretiva OICVM e na DGFIA, enquanto outras integram a DMIF/o RMIF e o Regulamento PRIIP.

71 Para os pequenos investidores, o quadro da UE oferece um grau de proteção relativamente elevado, ao mesmo tempo que reduz fundamentalmente a possibilidade de os investidores aplicarem o seu dinheiro em fundos de países terceiros, que têm frequentemente custos mais baixos.

72 Todas as ANC e associações de gestão de ativos inquiridas pelo Tribunal concordaram/concordaram plenamente que o quadro regulamentar da UE tem sido eficaz na promoção de normas elevadas de proteção dos investidores. Contudo, uma minoria significativa de ANC, incluindo as de alguns dos principais países de domiciliação de OICVM, considerou que os pequenos investidores nos fundos destes organismos ainda não estão suficientemente protegidos contra os riscos de:

- divulgação insuficiente ou incorreta das implicações fiscais (39%);
- custos e taxas excessivos (34%);
- avaliação incorreta dos ativos (26%);
- divulgação insuficiente ou incorreta da distribuição dos ativos (18%).

²⁴ Ponto 48 da [Resolução do Parlamento Europeu de 8 de outubro de 2020](#).

Apesar das várias ações da UE, a transparência continua a ser um problema

Os investidores têm agora acesso a mais informações sobre os OICVM

73 A Diretiva OICVM exige que os OICVM publiquem três relatórios: um prospeto, um relatório anual e um relatório semestral²⁵. No balanço de qualidade dos relatórios de supervisão que realizou em 2019²⁶, a Comissão constatou que, embora a Diretiva OICVM fixe o conteúdo mínimo destes documentos, a margem de discricção das ANC continua a ser grande. Por conseguinte, os relatórios podem variar de um Estado-Membro para outro.

74 O documento com as informações fundamentais destinadas aos investidores (DIFI), introduzido em 2011, visa proporcionar aos pequenos investidores melhores informações e um conteúdo mais fácil de compreender, bem como facilitar as comparações entre produtos. O Regulamento DIFI²⁷ exige que este documento abranja as características essenciais do OICVM que devem ser do conhecimento do investidor e preste aos (potenciais) investidores informações pré-contratuais exatas, corretas, claras e que não induzam em erro.

75 A exatidão e a fiabilidade das informações divulgadas no DIFI são alvo de contestação. O Banco Central da Irlanda observou casos²⁸ em que a secção do documento relativa aos "resultados anteriores" não incluía a divulgação de parâmetros de referência pertinentes. Em 2019, a ESMA emitiu perguntas e respostas sobre a divulgação de parâmetros de referência, clarificando estas questões.

76 Tal como salientado por alguns inquiridos pelo TCE, as informações sobre os custos constantes do atual DIFI para OICVM estão incompletas e podem induzir os investidores em erro, fazendo-os pensar que os custos são inferiores aos reais. Em especial, os custos de transação não são incluídos no rácio das despesas totais.

²⁵ Artigos 68º a 74º da [Diretiva 2009/65/CE](#).

²⁶ [SWD\(2019\) 402 final](#).

²⁷ [Regulamento \(UE\) nº 583/2010 da Comissão](#), de 1 de julho de 2010, que aplica a Diretiva 2009/65/CE no que diz respeito às informações fundamentais destinadas aos investidores.

²⁸ Banco Central da Irlanda, "[Thematic Review of Closet Indexing](#)" (carta às empresas do setor, de 18 de julho de 2019).

77 O Regulamento PRIIP²⁹, que entrou em vigor em 2018, instituiu um documento de informação fundamental (DIF) uniforme, aplicável a uma vasta gama de produtos de investimento de retalho. No entanto, os OICVM e os FIA foram temporariamente isentos deste requisito. Na sequência de longas consultas com as partes interessadas, em janeiro de 2021 o Comité Conjunto das AES chegou a um compromisso sobre a inclusão dos resultados anteriores no DIF, e a Comissão adotou um regulamento delegado em setembro de 2021.

A ESMA aumentou a transparência dos custos e das taxas, mas subsistem questões relativas aos dados

78 Desde 2019, a ESMA publica um relatório anual sobre o desempenho e os custos dos produtos de investimento de retalho da UE, com que visa alertar os investidores para o impacto significativo dos custos no retorno final dos seus investimentos. O relatório da ESMA apresenta uma boa panorâmica do desempenho e dos custos dos diferentes tipos de fundos, mas sofre de várias insuficiências:

- o comunica os custos por categoria de ativos (ações / obrigações / mistos / alternativos), por tipo de gestão (ativa ou passiva) e por domicílio do fundo, mas não por país de distribuição, tornando assim difícil avaliar se o mercado único reduziu as diferenças de custos entre os mercados nacionais;
- o a repartição dos custos por tipo é escassa (por exemplo, comissões de gestão) ou inexistente (por exemplo, distribuição, incentivo), o que está relacionado com a falta de dados pormenorizados disponíveis e com o facto de assentar em inquéritos realizados com as ANC, restringindo as explicações sobre as razões pelas quais os custos são mais elevados em alguns domicílios de alguns fundos do que noutros;
- o baseia-se em dados com mais de um ano, o mesmo se aplicando ao relatório anual da ESMA sobre os FIA.

²⁹ Regulamento (UE) nº 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro de 2014, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIP).

79 Nos seus anexos metodológicos, a ESMA salienta que a falta de dados regulamentares pertinentes impede estruturalmente uma avaliação sobre o desempenho e o custo dos produtos de investimento sob a sua alçada:

- o os dados dos fundos dos OICVM não estão acessíveis a nível da UE e os dados comercialmente disponíveis têm um nível reduzido de pormenor e exatidão;
- o os dados regulamentares da DGFIA não abrangem elementos de prova pormenorizados sobre os custos dos fundos.

A ESMA e a Comissão ainda não criaram ferramentas de comparação para os pequenos investidores

80 Embora a tónica tenha sido colocada na disponibilização de informações suficientes sobre cada fundo aos investidores, continua a ser difícil obter uma panorâmica de todos os fundos disponíveis e comparar produtos. O Parlamento Europeu solicitou "iniciativas especificamente dirigidas aos investidores de retalho, nomeadamente para facilitar o desenvolvimento de ferramentas da UE de comparação independentes baseadas na Internet, para ajudar estes investidores a determinar os produtos mais adequados em termos de risco, de remuneração do investimento e de valor para as suas necessidades e preferências específicas"³⁰.

O branqueamento ecológico representa um risco crescente

81 Um número crescente de OICVM está a ser comercializado como fundos ASG (ambientais, sociais e de governação), criando assim o risco de "branqueamento ecológico". O Regulamento Divulgação de Informações sobre Sustentabilidade dos Serviços Financeiros é aplicável aos fundos de investimento, tendo por finalidade aumentar a transparência e lutar contra o branqueamento ecológico. Uma vez que a maioria das obrigações de divulgação só se tornou aplicável a partir de 10 de março de 2021, é demasiado cedo para avaliar o seu impacto. Com base na sua [resposta](#) à consulta da Comissão sobre a estratégia renovada de financiamento sustentável, a

³⁰ [Resolução do Parlamento Europeu](#), de 8 de outubro de 2020, sobre o aprofundamento da União dos Mercados de Capitais: melhorar o acesso ao financiamento do mercado de capitais, em especial por parte das PME, e permitir uma maior participação dos investidores de retalho (2020/2036(INI)).

ESMA apelou recentemente à adoção de medidas legislativas sobre as notações ASG e os instrumentos de avaliação³¹.

82 O mercado das notações ASG e de outros instrumentos de avaliação não é atualmente regulamentado nem supervisionado. Em combinação com o aumento das exigências regulamentares no que respeita à tomada em consideração de informações ASG, surgem assim riscos acrescidos de branqueamento ecológico, de má distribuição do capital e de venda indevida de produtos.

A ESMA, a Comissão e as ANC ajudaram a introduzir uma tendência decrescente nos custos dos OICVM

Os custos continuam elevados

83 Depois de se terem estabilizado a um nível elevado durante muitos anos, os custos dos OICVM diminuíram ligeiramente desde 2017. Porém, continuam a ser muito superiores à média dos fundos domiciliados nos Estados Unidos. Esta diferença é geralmente atribuída à menor dimensão dos fundos na UE (ver ponto **04**) e à menor quota de mercado dos fundos passivos e dos fundos de índices cotados (8,3%). Os fundos domiciliados no Luxemburgo e na Irlanda, entre outros, cobram custos superiores à média³².

84 Os fundos de participações geridos de forma ativa registaram um desempenho ligeiramente superior aos geridos de forma passiva em termos brutos, mas inferior em termos líquidos, devido a custos mais elevados. A ESMA constatou que os fundos de maior dimensão tinham custos mais baixos, graças a economias de escala na sua gestão. Em relação aos fundos de participações, os custos foram, em média, de 1,4% para os fundos de maior dimensão e de 1,8% para os de menor dimensão.

A prática da gestão por indexação de fundos diminuiu, mas subsiste

85 Um inquérito da ESMA, lançado em 2019, revelou que continuam a existir divergências na forma como a noção de "custos indevidos" é interpretada em toda a UE e na estratégia de supervisão das disposições relativas aos custos. Segundo a

³¹ Carta do presidente da ESMA, Steven Maijor, à Comissária Mairead McGuinness, 28 de janeiro de 2021, ESMA30-379-423.

³² *Performance and Costs of EU Retail Investment Products – ESMA Annual Statistical Report 2021.*

ESMA³³, esta falta de convergência não só deixa margem para a arbitragem regulamentar e cria o risco de enterrar a concorrência no mercado da UE, como também pode conduzir a diferentes níveis de proteção dos investidores, dependendo do local de domiciliação de um fundo.

86 A gestão por indexação de fundos é uma prática mediante a qual os gestores de ativos alegam gerir os fundos de forma ativa, com o objetivo de superar o índice de referência. Todavia, na realidade permanecem muito próximos de um parâmetro de referência, que exige a inserção de menos dados por parte do gestor de investimento. Os gestores tendem a cobrar comissões de gestão mais elevadas do que sucede nos fundos geridos de forma passiva³⁴. A análise realizada pela ESMA há cinco anos mostrou que entre 5% e 15% dos fundos de participações da UE que são alegadamente geridos de forma ativa podem na realidade ser rastreadores de índices (ver também [caixa 4](#)). Dados mais recentes, de 2020, indicam que esta percentagem diminuiu e se situa entre 2% e 6%.

³³ ESMA, *Supervisory briefing on the supervision of costs in UCITS and AIFs*, 2020.

³⁴ Declaração da ESMA, *Supervisory work on potential closet index tracking*, 2 de fevereiro de 2016, ESMA/2016/165. Ver também *TRV No 1/2021*.

Caixa 4

Gestão por indexação de fundos

Em 2018-19, o Banco Central da Irlanda procedeu a uma revisão temática da gestão por indexação de fundos³⁵, abrangendo todos os fundos de OICVM autorizados na Irlanda classificados como geridos de forma ativa. As principais conclusões da revisão foram as seguintes:

- os investidores nem sempre obtiveram informações suficientes ou exatas sobre a estratégia de investimento do fundo através do prospeto e do DIFI;
- houve casos de fraca qualidade na governação e nos controlos;
- verificaram-se situações em que o fundo tinha uma meta de superação do desempenho de um índice que era inferior à taxa cobrada, o que implica que a taxa anulará a superação de desempenho alcançada;
- em alguns casos, não foi incluído nenhum elemento comparativo na secção do DIFI relativa aos "resultados anteriores", o que significa que não era possível aos investidores destes fundos determinar se os mesmos eram financeiramente interessantes em relação ao seu valor de referência.

87 Em 2021, a ESMA lançou uma ação comum de supervisão sobre os custos, com a finalidade de investigar se os gestores de fundos: 1) cumprem as disposições em matéria de divulgação de informações relacionadas com os custos, exercendo as suas atividades comerciais com as devidas competência, atenção e diligência e no interesse do fundo que gerem; 2) agem de forma honesta e equitativa; 3) não cobram custos indevidos aos investidores³⁶. A ação comum de supervisão abrange tanto os OICVM como os FIA comercializados junto de pequenos investidores. Visa verificar se os gestores dispõem de políticas de fixação de preços que permitam uma determinação e quantificação claras de todos os custos imputados ao fundo e se as políticas são corretamente aplicadas na prática. Os resultados deverão ser apresentados no início de 2022.

A UE não tomou medidas suficientes contra os incentivos

88 A qualidade da proteção dos potenciais investidores em fundos e a capacidade de estes escolherem os investimentos que melhor se adequam às suas necessidades

³⁵ Banco Central da Irlanda, "Thematic Review of Closet Indexing" (carta às empresas do setor, de 18 de julho de 2019).

³⁶ ESMA 34-45-970 – Metodologia da ação comum de supervisão sobre custos e taxas.

dependem não só dos requisitos impostos aos fundos e gestores de fundos, mas também do aconselhamento que recebem dos seus intermediários financeiros.

89 Os incentivos, que continuam a ser permitidos na maioria dos Estados-Membros, podem chegar a representar metade dos custos. A legislação³⁷ limita-se a estipular que os incentivos não devem criar um conflito de interesses e devem ser divulgados. Devem ser concebidos para melhorar a qualidade do serviço prestado ao cliente e não devem interferir na obrigação da empresa de agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes. Alguns Estados-Membros, como os Países Baixos, proibiram os incentivos, que representam cerca de metade dos custos recorrentes de muitos OICVM.

90 A Comissão salientou que o modelo de distribuição na Europa continental continua a basear-se, em grande medida, na remuneração baseada em comissões, sendo os bancos e as seguradoras predominantemente os distribuidores aos clientes finais³⁸. O estudo mostra igualmente que, nos países que proibiram os incentivos, os encargos correntes dos fundos de obrigações, participações e mistos são muito inferiores. Uma vez que as comissões são o principal motor, os fundos passivos (incluindo os fundos de índices cotados), que raramente pagam comissões, têm sido tradicionalmente negligenciados pelos bancos, que não estão dispostos a comercializar produtos com taxas reduzidas³⁹.

91 No seu parecer técnico à Comissão, de março de 2020⁴⁰, a ESMA não tomou uma posição clara sobre uma proibição total dos incentivos em todos os serviços de investimento abrangidos pela DMIF. As organizações de consumidores entrevistadas pelo Tribunal apoiam esta proibição. A Comissão está agora a analisar esta questão no contexto da estratégia da UE para os pequenos investidores.

92 Em 2017, um contratante privado agiu como cliente mistério em nome da Comissão e constatou que, em cada Estado-Membro, consultores não independentes

³⁷ Diretiva 2014/65/UE relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

³⁸ Comissão Europeia, *Distribution systems of retail investment products across the European Union – Final report*, 2018, p. 26.

³⁹ Apostolos Thomadakis, *The European ETF Market: What can be done better?*, ECMI Commentary nº 52, 24 de abril de 2018.

⁴⁰ *ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II*, 31 de março de 2020, ESMA35-43-2126.

em bancos e companhias de seguros propuseram quase exclusivamente um ou alguns produtos da própria empresa⁴¹. A maioria dos consultores robotizados, por outro lado, tende a aconselhar fundos de índices cotados. Uma pesquisa de cliente mistério realizada pela ANC francesa evidenciou que não são propostos aos pequenos investidores produtos como os fundos de índices cotados (ou outros fundos de investimento com baixos custos), apesar de aparentemente corresponderem às suas necessidades de investimento⁴².

A determinação dos riscos sistémicos exige mais progressos

93 Por risco sistémico, entende-se um risco de perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real. A ESMA deve, em colaboração com o CERS⁴³, desenvolver uma metodologia e critérios comuns para determinar e medir o risco sistémico colocado pelos principais intervenientes nos mercados financeiros, bem como um regime adequado de testes de esforço que permita a avaliação deste tipo de risco. Os intervenientes nos mercados financeiros que apresentem um risco sistémico devem ser sujeitos a uma supervisão reforçada.

A avaliação e o seguimento dos riscos sistémicos encontram-se numa fase inicial

94 Nem a ESMA nem o CERS realizaram um inventário das práticas existentes nos Estados-Membros para acompanhar o risco sistémico. Contudo, as ANC estão representadas nos órgãos diretivos da ESMA e do CERS, bem como nos grupos de trabalho técnicos.

⁴¹ Comissão Europeia, *Distribution systems of retail investment products across the European Union – Final report*, 2018, p. 22.

⁴² Autorité des marchés financiers, *Risk and Trend Mapping No 17, 2016 Risk Outlook*.

⁴³ O CERS, criado em 2009, é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro na UE, de modo a contribuir para a prevenção ou atenuação dos riscos sistémicos para a estabilidade financeira.

95 O Conselho de Estabilidade Financeira (CEF)⁴⁴ apontou as seguintes categorias de risco sistêmico:

- o desfasamento de liquidez entre ativos de fundos de investimento e condições de resgate;
- o alavancagem dentro dos fundos de investimento;
- o risco operacional;
- o riscos associados às atividades de cedência de títulos⁴⁵.

96 O Tribunal constatou que a primeira categoria é abrangida pelas orientações da ESMA e que já foi dado início ao acompanhamento no contexto da simulação de esforço (ver pontos **104** a **106**). A segunda categoria é abrangida pelas orientações relativas aos FIA, ao passo que o risco de alavancagem dos OICVM é limitado pelo quadro legislativo. A ESMA elaborou igualmente um projeto de manual de análise de riscos sobre os FIA destinado às ANC. Além disso, o CERS emitiu duas recomendações que cobrem elementos das duas primeiras categorias de risco⁴⁶ e concluiu que, de um modo geral, a ESMA cumpre-as plenamente. A Comissão ainda não deu resposta às recomendações conexas de 2017 do CERS (prazo de execução: 31.12.2020) sobre alterações legislativas (por exemplo, instrumentos de gestão da liquidez, desfasamentos de liquidez e comunicação de informações sobre OICVM). A Comissão informou o Tribunal que iria propor as alterações legislativas no âmbito da revisão em curso da DGFIA.

97 O quadro jurídico contém disposições gerais sobre a gestão de riscos e a continuidade das atividades⁴⁷. Porém, o risco operacional (designadamente a continuidade das atividades, a transferência de ativos dos clientes em condições de tensão e o risco de reputação) não é abrangido por orientações atualizadas da ESMA.

⁴⁴ O CEF é um organismo internacional que acompanha o sistema financeiro mundial e faz recomendações a seu respeito.

⁴⁵ CEF (12 de janeiro de 2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.

⁴⁶ CERS/2017/6 e CERS/2020/4.

⁴⁷ Por exemplo, o artigo 57º, nº 3, do Regulamento Delegado (UE) nº 231/2013 de nível 2 da Comissão que complementa a DGFIA e o artigo 4º, nº 3, da Diretiva nº 2010/43/UE de nível 2 da Comissão referente aos OICVM.

98 Em 2017, o CEF recomendou que os supervisores procedessem ao acompanhamento das indemnizações concedidas pelos agentes mutuantes, de forma a detetar riscos ou situações de arbitragem regulamentar que possam afetar negativamente a estabilidade financeira⁴⁸. Estes serviços não são enumerados no quadro da DGFIA nem da Diretiva OICVM.

99 O trabalho de avaliação de riscos da ESMA relativo aos fundos de investimento reflete-se sobretudo em quatro relatórios principais:

- o um painel de riscos (publicado duas vezes por ano);
- o um relatório sobre tendências, riscos e vulnerabilidades;
- o um relatório estatístico anual sobre o desempenho e os custos dos produtos de investimento de retalho da UE;
- o um relatório estatístico anual sobre os fundos de investimento alternativos da UE.

100 O Tribunal constatou que o painel de riscos da ESMA utiliza um conjunto abrangente de indicadores e apresenta uma análise concisa, mas não especifica sistematicamente os riscos relacionados com os países que, por sua vez, poderiam ser utilizados para fins macroprudenciais.

101 Além disso, o Tribunal observou que o acompanhamento, por parte do CERS, do risco da intermediação financeira não bancária proporciona uma boa análise do setor dos fundos de investimento, utilizando abordagens baseadas em entidades, atividades e produtos para apresentar uma repartição precisa dos fundos por tipo. Embora os tipos de fundos e os ativos sejam pormenorizados por país, o mesmo não sucede com os riscos.

⁴⁸ CEF (12 de janeiro de 2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, recomendação 14.

102 O Tribunal constatou que a obtenção de uma visão mais abrangente e a fiabilidade da análise são limitadas pelos seguintes condicionalismos:

- o indisponibilidade/impossibilidade de utilização de alguns dos dados relativos aos FIA (ver pontos [121](#) e [123](#));
- o atrasos na utilização de FMM/dificuldades na utilização de alguns dos dados previstos na DGFI (ver pontos [111](#), [121](#) e [122](#)).

Não existem testes de esforço no âmbito da supervisão e, embora tenham sido iniciados trabalhos, o seguimento da simulação é insuficiente

103 Os testes de esforço no âmbito da supervisão devem apontar os fundos que representam um risco sistémico e reconhecer os padrões dos riscos sistémicos para garantir que são atenuados⁴⁹. A ESMA está autorizada a organizar e coordenar, em cooperação com o CERS, testes de esforço à escala da UE destinados a avaliar a capacidade de resistência dos intervenientes nos mercados financeiros a uma evolução desfavorável dos mercados.

104 A ESMA ainda não realizou um teste de esforço no âmbito da supervisão relativo aos fundos de investimento, mas, em 2019, realizou uma simulação de esforço para avaliar a capacidade de resistência do setor dos fundos de investimento da UE e detetar possíveis vulnerabilidades. A simulação foi aplicada a 6 600 fundos de OICVM de rendimento fixo, cujo valor líquido dos ativos totalizava 2 490 mil milhões de euros⁵⁰. Foi aplicado um choque de resgate aos fundos, tendo sido simulado o impacto no mercado. Foram utilizados dados comerciais, uma vez que a ESMA considerou que os dados das ANC eram demasiado heterogéneos.

105 O quadro de simulação de esforço constitui um bom ponto de partida. Os atuais instrumentos, a infraestrutura técnica e a qualidade dos dados apresentam insuficiências. Não foi realizado um seguimento sistemático dos resultados da simulação de esforço: estes foram partilhados com 11 ANC numa base voluntária, mas apenas cinco optaram por encetar uma discussão de seguimento com a ESMA. Uma ANC com um setor dos fundos de investimento de dimensão significativa não quis realizar tal discussão. No contexto dos relatórios estatísticos anuais, a ESMA também

⁴⁹ Artigo 22º, nº 2, e artigo 23º do Regulamento ESMA.

⁵⁰ *ESMA Economic Report – Stress simulation for investment funds 2019*.

enviou às ANC listas de fundos que apresentavam riscos, mas não houve um exercício específico de seguimento ou de levantamento dos ensinamentos retirados em relação às informações facultadas.

106 Em maio de 2020, o CERS recomendou que a ESMA devia tratar o risco de liquidez dos fundos de investimento⁵¹. A Autoridade fê-lo no seu relatório de novembro de 2020, tendo, neste contexto, utilizado o quadro de simulação de esforço. Todos os resultados foram partilhados com as ANC em dezembro de 2020, incluindo a identidade dos fundos que foram considerados como apresentando um risco potencial. Seis meses mais tarde, o pessoal da ESMA acordou com os membros do Comité Permanente sobre Gestão de Ativos em comunicar as medidas de seguimento tomadas pelas ANC, designadamente a lista de fundos com risco potencial. Até outubro de 2021, as ANC deviam apresentar um relatório à ESMA com uma resposta abrangente. Apesar desta pausa, trata-se de uma melhoria significativa. Não foram partilhados com o CERS os nomes dos fundos considerados com risco potencial.

107 Os trabalhos conceptuais relativos à realização de testes de esforço do topo para a base⁵², bem como a um modelo abrangente que capte a interligação entre os setores bancário, dos fundos e dos seguros, a fim de proporcionar uma imagem exhaustiva do risco sistémico, não conduziram até à data à elaboração de um plano de projeto sistemático pela ESMA. Estes trabalhos poderiam também incluir os fundos de cobertura e os fundos que não são sujeitos a supervisão na UE⁵³, mas que constituem uma ameaça para o sistema financeiro.

As orientações sobre os testes de esforço internos são adequadas, mas os resultados destes testes não estão a ser utilizados de forma eficaz

108 No caso dos fundos de investimento, um teste de esforço de liquidez visa avaliar a sua capacidade de resistência, a nível individual ou setorial, aos choques de resgate. Os testes de esforço podem ser realizados pelos próprios fundos (testes de esforço internos) ou pelo supervisor (testes de esforço no âmbito da supervisão). No que diz respeito aos testes internos, o quadro jurídico é diferente para os FIA, os

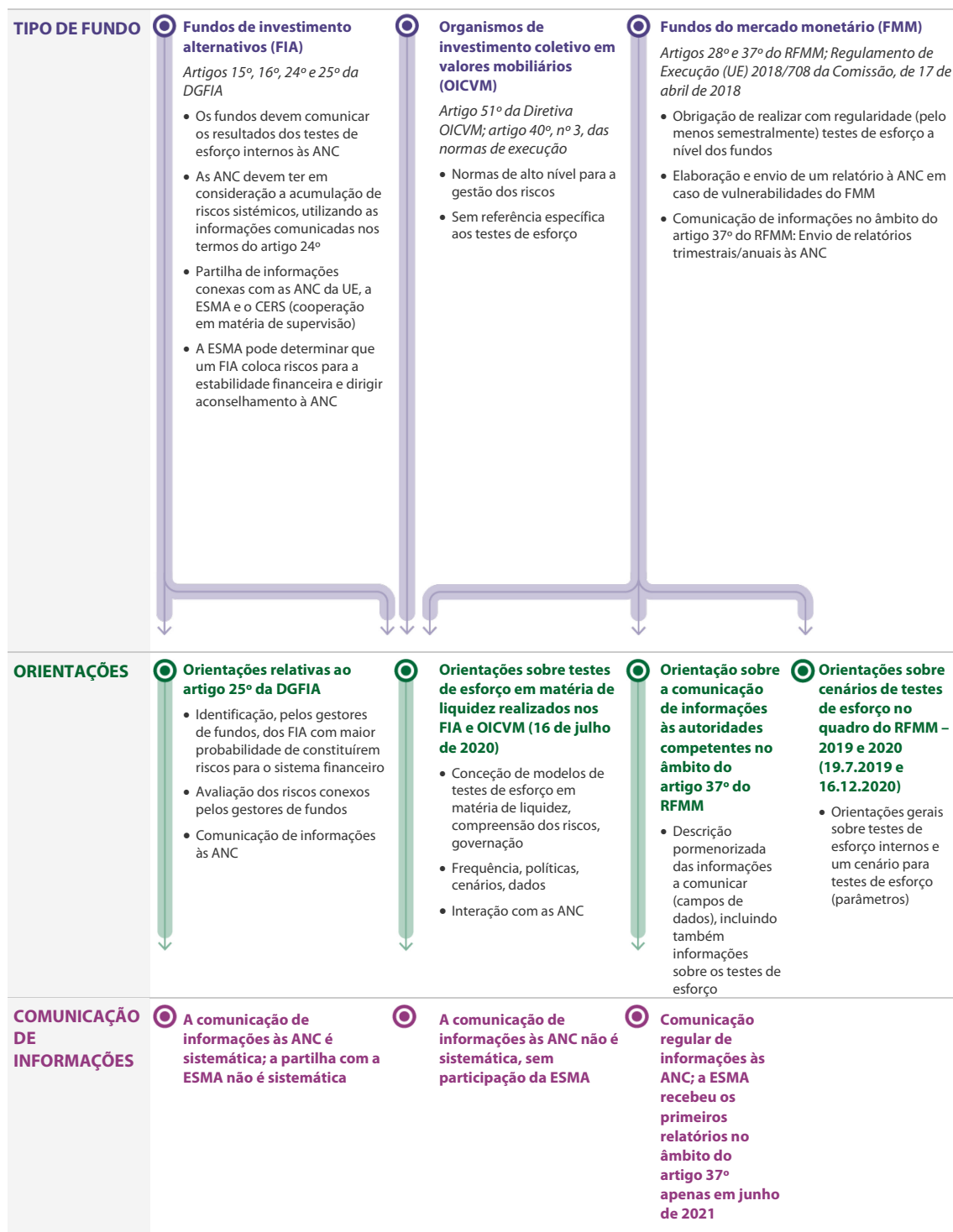
⁵¹ *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 6 May 2020 on liquidity risks in investment funds* (CERS/2020/4).

⁵² Por exemplo, Gourdel, Maqui e Sydow (2019), *Investment funds under stress*, documento de trabalho do BCE nº 2323.

⁵³ Os fundos não supervisionados na UE podem constituir grandes categorias de ativos para investidores, designadamente instituições financeiras.

OICVM e os FMM. A **figura 9** mostra as ligações entre tipos de fundos, a legislação e as orientações conexas.

Figura 9 – Regimes de testes de esforço para FIA, FMM e OICVM



Fonte: TCE.

109 O Tribunal constatou que a ESMA elaborou orientações adequadas em matéria de testes de esforço internos, tanto para OICVM como para FIA. Não obstante, o nível de escrutínio dos resultados destes testes (se existentes) fica inteiramente ao critério das ANC, e a ESMA não dispõe de quaisquer informações a este respeito. Além disso, os OICVM realizam testes de esforço internos e só têm de informar as ANC de que dependem em caso de riscos significativos, situação em que estas autoridades teriam então de informar a ESMA. No entanto, tal ainda não aconteceu. Embora a ESMA tenha acesso aos resultados dos testes de esforço dos FIA, a metodologia subjacente está ao critério do gestor do fundo, pelo que a Autoridade não comparou nem utilizou os resultados.

110 Em relação aos FMM, o RFMM estipula que a ESMA deve publicar orientações com parâmetros de referência comuns para os testes de esforço. Neste contexto, a Autoridade definiu um choque de resgate forte (uma taxa de resgate de 30-40%), mas seguiu a calibração dos parâmetros realizada pelo CERS (por exemplo, a nível de taxas de juro e taxas de câmbio), em vez de fixar por si mesma a severidade desses parâmetros. A ESMA não solicitou uma análise *ex ante* da sensibilidade dos parâmetros, de modo a compreender melhor os fatores de risco. No entanto, está a realizar análises *ex post* do impacto dos parâmetros após receber os resultados.

111 Considerando o quadro jurídico, exceto no caso dos FMM os dados dos testes de esforço dos OICVM não são sistematicamente agregados, analisados ou comunicados. Estes dados poderiam ser utilizados para desenvolver testes de esforço no âmbito da supervisão ou verificar *a posteriori* os resultados das simulações de esforço. No caso dos FMM, os dados comunicados foram recebidos muito tardiamente, e só no final deste ano a ESMA só começou a analisar os dados do primeiro trimestre de 2020 (recebidos em meados de 2021).

As lacunas e sobreposições na recolha de dados dificultam a identificação dos riscos para a estabilidade financeira e os investidores

112 Para realizar um acompanhamento eficaz dos riscos sistémicos e dos riscos para os investidores, é necessário dispor de dados adequados. Estes devem ser suficientemente pormenorizados, de boa qualidade e comparáveis entre países, para que possam ser realizadas análises de risco significativas. Para ser eficiente, a recolha de dados não deve criar encargos desnecessários para o setor e deve satisfazer as

necessidades de dados de todas as autoridades que necessitam de ter acesso às informações para cumprirem os seus mandatos.

113 Tanto a Diretiva OICVM como a DGFIA e o RFMM exigem que os fundos ou os gestores de fundos comuniquem dados à ANC. Todavia, o tipo de dados a comunicar, o seu formato e o nível de pormenor variam consoante o tipo de fundo de investimento, e as ANC nem sempre são obrigadas a partilhar os dados com a ESMA ou o CERS. Os requisitos refletem o nível de risco decorrente de cada fundo, mas também a antiguidade do ato legislativo aplicável. O regime de comunicação de informações sobre os FMM é mais extenso do que o estabelecido pela DGFIA e pela Diretiva OICVM, baseando-se em dados pormenorizados que usam identificadores internacionais.

A ausência de um regime harmonizado de comunicação de informações para OICVM é um obstáculo para a ESMA na avaliação do grau de preparação dos fundos para situações de crise e na realização de testes de esforço

114 A DGFIA especifica as obrigações de comunicação de informações que os GFIA têm de cumprir perante a sua ANC de origem. Estas obrigações incluem o requisito de prestar informações sobre os fundos geridos por cada um dos GFIA, incluindo estratégias de investimento, os mercados mais importantes, o valor líquido dos ativos e o perfil de liquidez da carteira⁵⁴. As ANC devem disponibilizar estes dados à ESMA com regularidade (ver *anexo*)⁵⁵.

115 Em contrapartida, não existe atualmente um quadro harmonizado de comunicação de informações sobre OICVM a nível da UE. Embora a Diretiva OICVM estabeleça o conteúdo mínimo de alguns documentos fundamentais a emitir por cada OICVM, outros elementos sobre a comunicação de informações continuam a ser deixados à discricção das ANC. Consequentemente, as práticas diferem muito consoante as ANC em termos de frequência de comunicação, dos OICVM abrangidos e das informações comunicadas⁵⁶. Os dados gerados não são comparáveis.

⁵⁴ DGFIA, artigo 24º.

⁵⁵ DGFIA, artigo 25º, nº 2.

⁵⁶ CERS/2017/6.

116 A falta de requisitos pormenorizados em matéria de comunicação de informações sobre OICVM dificultou a realização, pela ESMA, das análises necessárias à avaliação do grau de preparação para situações de crise dos fundos de investimento com exposições significativas à dívida das empresas e ao imobiliário no contexto da crise provocada pela COVID-19⁵⁷. Também prejudicou a capacidade de a ESMA realizar simulações de esforço, bem como testes de esforço no âmbito da supervisão.

117 Além disso, a Diretiva OICVM não exige explicitamente que as ANC partilhem os dados recolhidos para efeitos de supervisão com a ESMA, mas esta pode pedir-lhes informações para cumprir as suas obrigações⁵⁸. Se uma ANC não puder satisfazer adequadamente o pedido, a ESMA pode contactar outras autoridades nacionais, incluindo os bancos centrais nacionais e os serviços de estatística, ou contactar diretamente os participantes no mercado. Segundo a ESMA, estes pedidos de dados exigem a aprovação do conselho de supervisores, pelo que são apresentados apenas a título excecional.

118 Os resultados de um inquérito realizado pela ESMA a dez ANC em 2021 mostram que, embora a maioria destas autoridades recolha dados sobre OICVM e sociedades gestoras de OICVM, os regimes de comunicação de informações diferem substancialmente. Devido à falta de acesso direto e de coerência na comunicação de informações, até à data a ESMA não lhes pediu que comunicassem esses dados.

119 Por conseguinte, a Autoridade e o CERS recorrem a outras fontes de dados (principalmente comerciais) para a comunicação de informações e análise sobre os OICVM (ver [anexo](#)). De acordo com a ESMA e as partes interessadas que o Tribunal contactou, embora os fundos informem frequentemente os fornecedores comerciais, o recurso a dados comerciais coloca questões relacionadas com a sua exaustividade e qualidade.

120 O CERS recomendou, em 2017, que os legisladores da UE criassem um regime harmonizado de comunicação de informações relativo aos OICVM⁵⁹. Porém, não foi dado seguimento a esta recomendação. A maioria das ANC e das associações de gestão de ativos inquiridas concordou/concordou plenamente que o quadro regulamentar dos fundos de investimento sairia beneficiado com o reforço dos requisitos de comunicação de informações. Estas entidades sugerem que um futuro

⁵⁷ CERS/2020/4.

⁵⁸ Regulamento (UE) nº 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, artigo 35º.

⁵⁹ CERS/2017/6, recomendação D.

regime de comunicação de informações relativo aos OICVM poderia ser harmonizado com o da DGFIA, tendo em conta as diferenças entre os dois tipos de fundos de investimento.

Alguns requisitos essenciais de comunicação de informações não são obrigatórios na DGFIA

121 Embora a DGFIA inclua um regime harmonizado de comunicação de informações, a sua utilidade é prejudicada pelo facto de não obrigar os gestores de fundos a comunicarem alguns dados fundamentais. Em especial, embora a DGFIA e o Regulamento Delegado (UE) nº 231/2013 da Comissão exijam que os GFIA indiquem identificadores de entidade jurídica (LEI) para se identificarem a si mesmos e aos fundos que gerem, a comunicação de LEI com maior nível de pormenor (por exemplo, dos corretores principais dos FIA) é facultativa. As orientações exigem igualmente que os GFIA indiquem os números de identificação internacional de títulos (ISIN) e outros códigos internacionais que os FIA possam ter, mas apenas se disponíveis.

122 As disposições atuais levaram a que apenas uma pequena percentagem de GFIA e FIA comunicassem identificadores comuns como os LEI e os ISIN. Em contrapartida, a indicação de LEI nos fundos com exposições a derivados é superior à média, porque, ao contrário da DGFIA, o Regulamento relativo à Infraestrutura do Mercado Europeu (EMIR) exige diretamente às contrapartes que comuniquem identificadores de entidades globais e os ISIN. Uma indicação mais frequente de LEI e ISIN permitiria à ESMA e ao CERS ligar mais eficazmente vários dados sobre GFIA e FIA e detetar riscos sistémicos⁶⁰.

Os bancos centrais nacionais recolhem dados para fins de informação estatística, mas estes não estão à disposição da ESMA nem do CERS

123 A ESMA não dispõe atualmente de dados sobre carteiras de fundos relativamente aos OICVM e aos FIA. Contudo, seriam necessários dados a esse nível para realizar análises de risco significativas e testes de esforço no âmbito da supervisão com base não em dados comerciais, mas em dados regulamentares.

⁶⁰ CERS, *The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk*, "Occasional Paper Series" nº 18 (setembro de 2021).

124 Os bancos centrais nacionais já são obrigados a recolher dados pormenorizados sobre fundos de investimento (incluindo os FIA e os OICVM, mas não os FMM) de maneira uniforme para a comunicação de informações estatísticas ao Banco Central Europeu (BCE)⁶¹. Estes dados incluem pormenores sobre os fundos a nível do ISIN. Todavia, os bancos centrais apenas disponibilizam estes dados ao BCE de forma agregada, pois as disposições de confidencialidade estabelecidas pelo Conselho em 1998 limitam em grande medida a utilização dos dados confidenciais recolhidos por estes bancos "ao desempenho das atribuições do SEBC"⁶². Alguns dos dados agregados recolhidos pelo BCE já são disponibilizados à ESMA e ao CERS, mas não são suficientemente pormenorizados para permitir um acompanhamento adequado do risco sistémico.

125 Alegando dificuldades a nível jurídico e operacional, a ESMA e o CERS não exploraram plenamente as possibilidades quer de acesso aos dados a nível da carteira, mais pormenorizados, que os bancos centrais nacionais recolhem, quer da sua utilização (ver ponto [117](#)). O Tribunal observa que, em certos casos, estes bancos são também as autoridades responsáveis pela supervisão dos fundos de investimento.

⁶¹ Regulamento BCE/2013/38.

⁶² Regulamento (CE) nº 2533/98 do Conselho, artigo 8º, nº 5.

Conclusões e recomendações

126 A conclusão geral do Tribunal é que, embora as ações da UE tenham permitido a criação de um mercado único para os fundos de investimento, ainda não produziram os resultados esperados, pois as verdadeiras atividades transfronteiriças e os benefícios para os investidores continuam a ser reduzidos. Além disso, a coerência e a eficácia da supervisão dos fundos e da proteção dos investidores são insuficientes.

127 A Comissão e os legisladores da UE fixaram objetivos ambiciosos para um mercado único dos fundos de investimento, nomeadamente permitir a distribuição eficiente de fundos noutros Estados-Membros, assegurar uma proteção eficaz e convergente dos investidores e criar condições de concorrência equitativas (ver pontos **16** e **17**). O Tribunal conclui que, através do regime de "passaporte", a Comissão e os legisladores facilitaram a comercialização transfronteiriça, mas que a sua eficácia foi limitada no aumento do número de verdadeiros fundos transfronteiriços (ou seja, que são comercializados em vários Estados-Membros), que era um objetivo fundamental e que aumentou apenas marginalmente (ver pontos **18** a **21**).

128 O Tribunal constatou que não se concretizaram os ganhos esperados para os investidores, tais como taxas mais baixas graças à concorrência e à inovação ou o acesso a mais produtos. Os custos continuam a ser elevados e diferem significativamente entre Estados-Membros (ver ponto **83**). Além disso, ainda não existem condições de concorrência equitativas, uma vez que as práticas de supervisão e os resultados variam significativamente consoante os Estados-Membros e persistem obstáculos à entrada no mercado (ver pontos **22** e **23**). O Tribunal observa que determinadas realidades do mercado e opções de política, como a fiscalidade, a procura local e os locais onde os gestores de ativos optam por distribuir os seus fundos de investimento, não podem ser resolvidas pela legislação da UE.

129 Embora a criação inicial do quadro jurídico da UE tenha sido um passo em frente, as sucessivas revisões não conduziram a resultados diferentes e podem não ser o instrumento adequado para aprofundar o mercado único. A Comissão não realizou um balanço de qualidade exaustivo de todo o quadro jurídico que rege os fundos de investimento, a fim de avaliar o grau de concretização dos vários objetivos. O Tribunal conclui que a Comissão nem sempre estava em condições de demonstrar os méritos ou a eficácia das suas iniciativas legislativas para reforçar as regras em vigor. As avaliações de impacto (*ex ante*) podem ter sobrestimado os potenciais impactos da nova legislação, e as avaliações *ex post* devem ser mais abrangentes (ver pontos **26**

a **30**). Por último, a avaliação do desempenho por parte da Comissão não cumpre os seus próprios critérios (ver ponto **31**).

Recomendação 1 – Avaliar a adequação do quadro existente para alcançar os objetivos pretendidos

A Comissão deve:

- a) realizar um balanço de qualidade exaustivo da legislação aplicável aos fundos de investimento e, em função dos seus resultados, tomar medidas para alcançar os objetivos do mercado único de forma mais eficaz;
- b) melhorar a sua medição do desempenho, estabelecendo indicadores adequados.

Prazo: até 2024

130 A ESMA intensificou os seus esforços em matéria de convergência no domínio da supervisão. A título de exemplo, criou um quadro para detetar os principais riscos de supervisão e incidir nos mesmos (ver pontos **40** e **41**). Não obstante, enfrenta dificuldades na utilização eficaz dos instrumentos deste quadro, como a sua própria estrutura de governação e a dependência da cooperação das ANC. Estas autoridades têm uma clara preferência por instrumentos de convergência "não invasivos" (ver pontos **56** e **57**).

131 A ESMA utilizou sobretudo instrumentos preparatórios, tais como orientações e perguntas e respostas. O Tribunal constatou que a eficácia destes instrumentos não está demonstrada, uma vez que a ESMA não mede o efeito de todas as suas ações de convergência (ver pontos **42** e **43**). A Autoridade criou recentemente novos instrumentos e utiliza-os em domínios prioritários. Centrou-se mais em instrumentos como as ações comuns de supervisão, que criam um espaço para as ANC participantes partilharem e discutirem práticas (ver pontos **44** a **46**). No entanto, raramente recorreu à sua função de policiamento (ver pontos **42** a **48**).

132 Em consequência, os esforços da ESMA não tiveram grande efeito na criação de uma supervisão coerente e convergente. O Tribunal observou casos em que o trabalho da Autoridade melhorou a qualidade da supervisão nacional e reduziu a divergência entre as práticas. A ESMA ainda não está em condições de demonstrar os seus progressos, dado que não mede a realização dos objetivos (ver pontos **58** a **60**). Além disso, o seu trabalho revelou algumas insuficiências na supervisão a nível nacional, em especial no que se refere à imposição do cumprimento da legislação (ver pontos **61** a **68**).

Recomendação 2 – Melhorar a eficácia do trabalho de convergência da ESMA

A Comissão deve:

- a) ponderar a possibilidade de propor alterações à estrutura de governação da ESMA que permitam a esta utilizar os seus poderes de forma mais eficaz, designadamente tornar obrigatória a participação das ANC no trabalho de convergência da Autoridade e conferir a liderança operacional ao pessoal desta.

A ESMA deve:

- b) introduzir um método mais estruturado para selecionar os instrumentos de convergência, reforçar o seguimento e utilizar instrumentos de reparação, incluindo procedimentos por violação da legislação da União sempre que necessário;
- c) reforçar a sua capacidade para acompanhar os progressos, fazendo o levantamento das práticas de supervisão, avaliando a eficácia dos instrumentos e reestruturando a sua avaliação do desempenho.

Prazo: até 2024

133 A Comissão e a ESMA aumentaram a transparência dos fundos de investimento, bem como dos seus riscos e custos. Os principais instrumentos foram a introdução do documento com as informações fundamentais destinadas aos investidores e a publicação de um relatório anual sobre o desempenho e os custos. Porém, ainda existem insuficiências nas informações prestadas aos investidores, os quais ainda se deparam com grandes dificuldades na comparação de fundos (ver pontos [73](#) a [80](#)).

134 Os investidores viram os seus custos diminuir lentamente nos últimos anos, mas ainda não estão suficientemente protegidos contra a cobrança de custos indevidos pelos gestores de fundos (por exemplo, através da gestão por indexação de fundos) ou contra a parcialidade no aconselhamento por parte dos intermediários financeiros, que continuam a receber incentivos na maioria dos Estados-Membros (ver pontos [83](#) a [92](#)). Acresce que as notações ambientais, sociais e de governação não são, em grande medida, regulamentadas nem supervisionadas (ver pontos [81](#) e [82](#)).

Recomendação 3 – Proteger melhor os investidores contra custos indevidos e informações enganosas

A Comissão deve:

- a) proteger melhor os pequenos investidores, nomeadamente através de regras mais estritas para os incentivos.

A ESMA deve:

- b) aperfeiçoar a sua análise do desempenho e dos custos dos produtos de investimento de retalho, em especial por país de distribuição e tipo de custos;
- c) desenvolver um instrumento que permita aos investidores obter informações sobre todos os fundos oferecidos que satisfaçam determinados critérios e comparar os seus custos e desempenho.

Prazo: até 2024

135 A ESMA acompanha o risco sistémico através de relatórios internos e externos elaborados de forma regular e *ad hoc*, mas os riscos não são discriminados por país. Não foi efetuado qualquer inventário formal das práticas existentes nos Estados-Membros para supervisionar o risco sistémico (ver pontos [94](#) e [99](#) a [102](#)). O Conselho de Estabilidade Financeira identificou os riscos colocados pelas atividades de gestão de ativos. A ESMA deu resposta aos dois principais riscos, a alavancagem e a liquidez; embora o quadro jurídico contenha disposições gerais, o Tribunal constatou que o risco operacional não é abrangido por orientações atualizadas da Autoridade (ver pontos [95](#) a [98](#)).

136 A ESMA não realizou testes de esforço no âmbito da supervisão, apesar de estes estarem previstos no seu regulamento de base. Apenas realizou simulações de esforço baseadas em dados de mercado, cujos resultados só agora começam a ser acompanhados, embora lentamente. Não foi dado início aos trabalhos conceptuais relativos à realização de testes de esforço no âmbito da supervisão. O Tribunal constatou que a ESMA elaborou orientações adequadas para os testes de esforço internos. Exceto no caso dos fundos do mercado monetário, os dados dos testes de esforço não são sistematicamente comunicados. Os dados que são comunicados ainda não foram utilizados para desenvolver testes de esforço no âmbito da supervisão ou verificar *a posteriori* os resultados das simulações de esforço (ver pontos [103](#) a [111](#)).

Recomendação 4 – Melhorar a identificação do risco sistémico

A ESMA deve, em cooperação com o CERS definir os tipos de fundos que necessitam de testes de esforço no âmbito da supervisão, explorar como se poderá utilizar os resultados dos testes e simulações de esforço existentes de forma mais eficaz e desenvolver um modelo abrangente que permita analisar a interligação.

Prazo: até 2025

137 Atualmente, não existe, a nível da UE, um regime harmonizado para a comunicação de informações por parte dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, pelo que os dados de supervisão recolhidos pelas ANC nos Estados-Membros não são comparáveis. A comunicação de informações sobre os fundos de investimento alternativos está harmonizada a nível da UE, mas o quadro que rege essa comunicação não obriga os gestores a indicar identificadores comuns e os dados da carteira. A qualidade, disponibilidade e utilização insuficientes dos dados afetam negativamente o acompanhamento do risco e a realização dos testes de esforço conexos (ver pontos [102](#) e [112](#) a [122](#)).

138 Os bancos centrais nacionais já recolhem informações pormenorizadas a nível da carteira relativas a organismos de investimento coletivo em valores mobiliários e fundos de investimento alternativos para efeitos de comunicação de informações estatísticas. Contudo, apenas disponibilizam estes dados de forma agregada ao BCE, que partilha uma parte destas informações com a ESMA e o CERS. Embora os regulamentos de base de ambas as entidades lhes confirmem poderes para apresentar pedidos de informações *ad hoc*, estas não os utilizaram para obter os dados existentes. Em geral, estes pedidos exigem a aprovação dos seus conselhos e podem não ser adequados para acompanhar os riscos sistémicos de forma regular (ver pontos [117](#), [124](#) e [125](#)).

Recomendação 5 – Simplificar a recolha de dados e atualizar os sistemas de comunicação de informações

A Comissão deve:

- a) apoiar a ESMA e o CERS no acesso às informações necessárias sobre os fundos que estão disponíveis às ANC e aos bancos centrais do Eurosistema e propor um

regime de comunicação de informações harmonizado para os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários;

- b) avaliar quais os dados adicionais necessários sobre os fundos e como devem ser recolhidos, de forma a acompanhar melhor os riscos, reduzindo ao mínimo os encargos de comunicação de informações por parte do setor.

Prazo: até 2024

O presente relatório foi adotado pela Câmara IV, presidida por Mihails Kozlovs, Membro do Tribunal de Contas, no Luxemburgo, em 18 de janeiro de 2022.

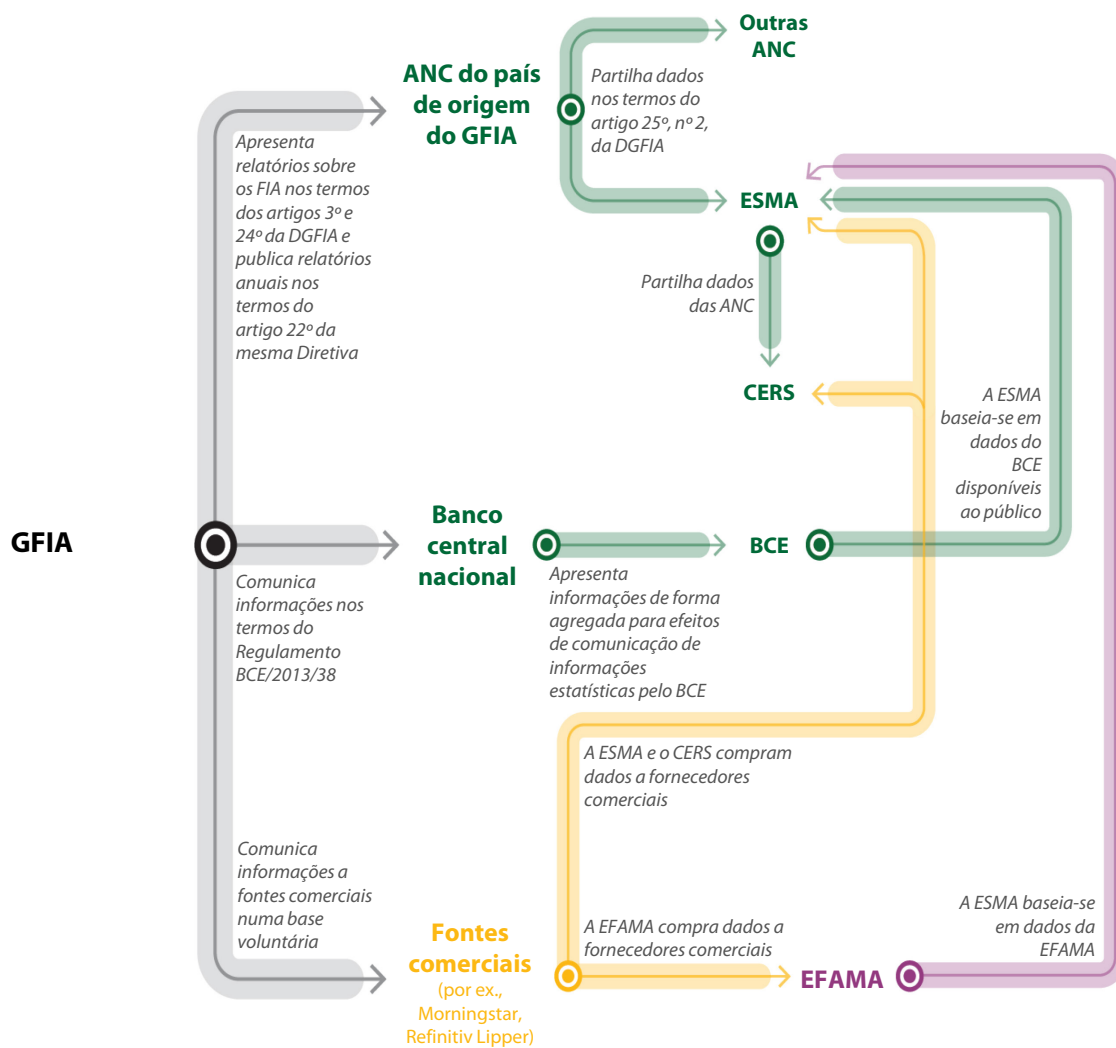
Pelo Tribunal de Contas

Klaus-Heiner Lehne
Presidente

Anexo

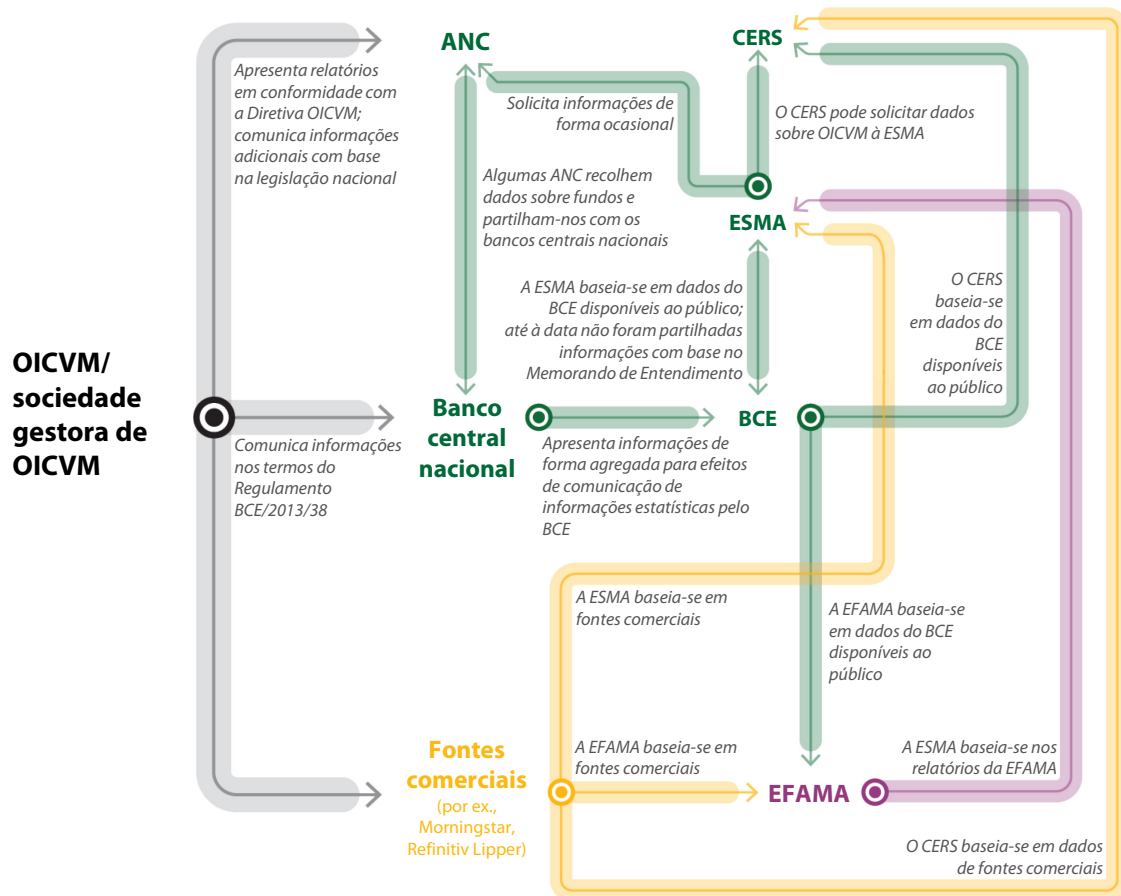
Anexo – Recolha de dados sobre FIA e OICVM e partilha de informações

Recolha de dados sobre FIA e partilha de informações



Fonte: TCE.

Recolha de dados sobre OICVM e partilha de informações



Fonte: TCE.

Siglas e acrónimos

(R)FMM: (Regulamento) Fundos do Mercado Monetário

AES: Autoridade Europeia de Supervisão

ANC: autoridade nacional competente

ASG: ambiental, social e de governação

BCE: Banco Central Europeu

CEF: Conselho de Estabilidade Financeira

CERS: Comité Europeu do Risco Sistémico

DGFIA: Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos

DIF: documento de informação fundamental (ao abrigo dos PRIIP)

DIFI: documento com as informações fundamentais destinadas aos investidores (no âmbito dos OICVM)

DMIF (I/II): Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros

EBA: Autoridade Bancária Europeia

EFAMA: Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos

EIOPA: Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma

EMIR: Regulamento relativo à Infraestrutura do Mercado Europeu

ESMA: Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

ETC: equivalente a tempo completo

FIA: fundo de investimento alternativo

GFIA: gestores de fundos de investimento alternativos

ISIN: número de identificação internacional de títulos

LEI: identificador de entidade jurídica

OICV: Organização Internacional das Comissões de Valores

OICVM: organismo de investimento coletivo em valores mobiliários

PRIIP: pacote de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros

RMIF: Regulamento Mercados de Instrumentos Financeiros

TCE: Tribunal de Contas Europeu

TFUE: Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

Glossário

Autoridade Bancária Europeia (EBA): agência reguladora da UE cujo trabalho consiste em garantir um nível de supervisão e regulação prudencial eficaz e coerente em todo o setor bancário europeu. As suas funções incluem iniciar e coordenar testes de esforço para o setor financeiro da UE, além de estabelecer normas pertinentes.

Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA): agência reguladora da UE que contribui para salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro da União, reforçando a proteção dos investidores e promovendo a estabilidade e o bom funcionamento dos mercados financeiros. As suas funções incluem a promoção da convergência no domínio da supervisão entre as autoridades nacionais competentes dos Estados-Membros responsáveis pela supervisão dos valores mobiliários e dos mercados de capitais.

Autoridade nacional competente: organismo nacional responsável pela supervisão bancária e/ou do mercado de valores mobiliários.

Autoridades Europeias de Supervisão (AES): termo que designa coletivamente os três organismos responsáveis pela supervisão do setor financeiro: a Autoridade Bancária Europeia, a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma e a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

Avaliação de impacto: análise dos efeitos prováveis (*ex ante*) ou reais (*ex post*) de uma iniciativa política ou de outras medidas.

Balanço de qualidade: avaliação que visa detetar sobreposições, lacunas, incoerências ou medidas obsoletas no quadro regulamentar de um domínio de intervenção.

Branqueamento ecológico: processo de transmitir uma falsa impressão ou de prestar informações enganosas sobre a forma como os produtos de uma empresa são mais respeitadores do ambiente.

Cliente mistério: método de pesquisa encoberta utilizado pelas ANC, ou por empresas de estudos de mercado que estas possam ter utilizado, para medir a qualidade do serviço ao cliente e/ou recolher informações sobre produtos e serviços financeiros e a conduta dos intermediários financeiros perante os consumidores.

Conjunto único de regras: conjunto de textos legislativos que todas as instituições financeiras na UE têm de cumprir.

Convergência no domínio da supervisão: convergência no domínio das práticas e dos resultados da supervisão que descreve o processo de promover a execução e aplicação coerentes e eficazes de regras harmonizadas, mas não uniformes, pelas ANC em toda a UE. A convergência não significa uma abordagem única. O objetivo global é procurar obter resultados comparáveis em matéria de regulamentação e de supervisão.

Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF): quadro jurídico da UE que regula os mercados financeiros e reforça a proteção dos investidores. A DMIF II substituiu a diretiva inicial em 2018.

Fundo de cobertura: tipo de FIA que procura obter um retorno positivo através da utilização de estratégias de investimento mais flexíveis, frequentemente através do recurso ao efeito de alavanca (por outras palavras, empréstimos para aumentar a exposição ao investimento e ao risco), à venda curta e a outras práticas de investimento especulativo que não são frequentemente utilizadas por outros tipos de fundos.

Fundo de índices cotados: tipo de título que acompanha um índice, setor, mercadoria ou outro ativo, mas que pode ser comprado ou vendido numa bolsa de valores.

Fundos de investimento alternativos (FIA): todos os fundos de investimento aos quais não se aplica a Diretiva da UE relativa aos OICVM, sendo-lhes aplicável, em vez disso, a Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos. Estão abrangidos os fundos de cobertura, fundos de capital de risco, fundos privados de participações e fundos imobiliários.

Fundos do mercado monetário (FMM): fundos que investem em dívida a curto prazo.

Gestor de fundos: organismo ou pessoa responsável pela execução de uma estratégia de investimento e pela gestão de uma carteira de investimentos relacionados com um instrumento financeiro.

Incentivos: pagamentos efetuados a terceiros pela prestação de serviços.

Indicador-chave de desempenho: medida quantificável que mostra o desempenho em função dos objetivos principais.

Intermediário financeiro: entidade que age como elo de ligação entre o gestor de fundos de um instrumento financeiro e os destinatários finais.

Modalidades de delegação: disposições mediante as quais determinadas funções não são desempenhadas pela própria entidade autorizada e, por conseguinte, são objeto de acompanhamento da delegação. A utilização destas modalidades pode ser uma

forma eficiente de desempenhar algumas funções ou atividades. No entanto, as modalidades de delegação não estão isentas de riscos e devem ser objeto de uma supervisão adequada.

Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM): veículos de investimento que agregam os capitais dos investidores e os investem coletivamente através de carteiras de instrumentos financeiros como ações, obrigações e outros valores mobiliários. São abrangidos por uma diretiva da UE e podem ser distribuídos publicamente aos pequenos investidores em toda a União com base numa autorização única por um Estado-Membro.

Passaporte de comercialização: permite que os OICVM ou FIA que tenham sido autorizados pela ANC num Estado-Membro da UE sejam comercializados noutros Estados-Membros numa base transfronteiriça, sem necessidade de autorização das ANC do Estado-Membro de acolhimento. Embora o passaporte dos OICVM permita comercializá-los junto de pequenos investidores e de investidores institucionais, o passaporte dos FIA limita-se apenas à comercialização junto de investidores profissionais. À semelhança do passaporte de gestão, a autorização é substituída por um procedimento de notificação entre as ANC de diferentes Estados-Membros da UE.

Passaporte de gestão: permite que uma sociedade gestora de OICVM ou um gestor de FIA (GFIA) que tenham sido autorizados num Estado-Membro exerçam a sua atividade noutros Estados-Membros da UE, quer ao abrigo da liberdade de prestação de serviços, quer através do estabelecimento de uma sucursal. Embora essa atividade transfronteiriça esteja sujeita a um procedimento de notificação entre as ANC dos Estados-Membros envolvidos, o gestor de fundos não tem de ser sujeito a um novo processo de autorização.

Princípios da OICV: princípios estabelecidos pela Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV). Baseiam-se em três objetivos da regulamentação dos valores mobiliários: proteger os investidores; garantir que os mercados sejam equitativos, eficientes e transparentes; reduzir os riscos sistémicos.

Procedimento de infração: procedimento através do qual a Comissão inicia uma ação contra um Estado-Membro que não cumpra as suas obrigações ao abrigo da legislação da UE.

Resgate: troca de participações em fundos por numerário.

Risco sistémico: risco de perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia em geral.

Teste de esforço: simulação destinada a avaliar a capacidade de uma instituição financeira para resistir a diferentes cenários de crise.

Testes de esforço de supervisão teste de esforço realizado pela autoridade de supervisão.

Transposição da legislação da UE: procedimento através do qual os Estados-Membros incorporam as diretivas da União na sua legislação nacional, a fim de tornar os objetivos, requisitos e prazos das mesmas diretamente aplicáveis.

Verdadeiro fundo transfronteiriço: fundo comercializado em, pelo menos, três países (anteriormente: cinco).

Verificação da conformidade: verificação de que as disposições aplicáveis de uma diretiva da UE foram refletidas com exatidão nas medidas de execução nacionais.

Respostas da Comissão e da ESMA

<https://www.eca.europa.eu/pt/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

Cronologia

<https://www.eca.europa.eu/pt/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

Equipa de auditoria

Os relatórios especiais do TCE apresentam os resultados das suas auditorias às políticas e programas da UE ou a temas relacionados com a gestão de domínios orçamentais específicos. O TCE seleciona e concebe estas tarefas de auditoria de forma a obter o máximo impacto, tendo em consideração os riscos relativos ao desempenho ou à conformidade, o nível de receita ou de despesa envolvido, a evolução futura e o interesse político e público.

A presente auditoria de resultados foi realizada pela Câmara de Auditoria IV – Regulamentação dos mercados e economia competitiva, presidida pelo Membro do TCE Mihails Kozlovs. A auditoria foi efetuada sob a responsabilidade do Membro do TCE Rimantas Šadžius, com a colaboração de Mindaugas Pakštys, chefe de gabinete, e de Matthias Blaas, assessor de gabinete; Ioanna Metaxopoulou, diretora; Paul Stafford, responsável principal; Eddy Struyvelt, responsável de tarefa; Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska e Nadiya Sultan, auditores. Mark Smith prestou assistência linguística.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

DIREITOS DE AUTOR

© União Europeia, 2022.

A política de reutilização do Tribunal de Contas Europeu (TCE) é aplicada pela [Decisão nº 6-2019 do Tribunal de Contas Europeu](#) relativa à política de dados abertos e à reutilização de documentos.

Salvo indicação em contrário (por exemplo, em declarações de direitos de autor individuais), o conteúdo do TCE que é propriedade da UE está coberto pela licença [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). Nos termos da mesma, é permitida a reutilização desde que sejam indicados os créditos adequados e as alterações. Esta reutilização não pode distorcer o significado original ou a mensagem dos documentos. O TCE não é responsável por quaisquer consequências da reutilização.

É necessário salvaguardar o respeito por direitos adicionais se um conteúdo específico representar pessoas singulares identificáveis, por exemplo, imagens do pessoal do TCE, ou incluir obras de terceiros. Se for obtida uma autorização, esta anula e substitui a autorização geral acima referida e deve indicar claramente quaisquer restrições aplicáveis à sua utilização.

Para utilizar ou reproduzir conteúdos que não sejam propriedade da UE, pode ser necessário pedir autorização diretamente aos titulares dos direitos de autor.

O *software* ou os documentos abrangidos por direitos de propriedade industrial, nomeadamente patentes, marcas, desenhos e modelos registados, logótipos e nomes, estão excluídos da política de reutilização do TCE, não sendo permitido reutilizá-los.

O conjunto de sítios Web institucionais da União Europeia, no domínio europa.eu, disponibiliza ligações a sítios de terceiros. Uma vez que o TCE não controla esses sítios, recomenda que se consultem as respetivas políticas em matéria de proteção da privacidade e direitos de autor.

Utilização do logótipo do Tribunal de Contas Europeu

O logótipo do Tribunal de Contas Europeu não pode ser utilizado sem o seu consentimento prévio.

PDF	ISBN 978-92-847-7541-5	ISSN 1977-5822	doi:10.2865/713	QJ-AB-22-029-PT-N
HTML	ISBN 978-92-847-7503-3	ISSN 1977-5822	doi:10.2865/145197	QJ-AB-22-029-PT-Q

Os fundos de investimento desempenham um papel fundamental na União dos Mercados de Capitais da UE, ajudando os investidores a aplicarem eficientemente o seu capital. O Tribunal avaliou a adequação do quadro regulamentar, bem como os esforços da UE para criar uma supervisão convergente e eficaz em todos os Estados-Membros, proteger os investidores e assegurar a estabilidade financeira.

O Tribunal concluiu que as ações da UE permitiram a criação de um mercado único para os fundos de investimento, mas ainda não produziram os resultados esperados, pois as verdadeiras atividades transfronteiriças e os benefícios para os investidores continuam a ser reduzidos. A coerência e a eficácia da supervisão dos fundos e da proteção dos investidores são insuficientes. O Tribunal recomenda a reformulação do quadro jurídico, um trabalho de convergência mais eficaz, a melhoria da proteção dos investidores e a simplificação do quadro de comunicação de informações.

Relatório Especial do TCE apresentado nos termos do artigo 287º, nº 4, segundo parágrafo, do TFUE.



TRIBUNAL
DE CONTAS
EUROPEU



Serviço das Publicações
da União Europeia

TRIBUNAL DE CONTAS EUROPEU
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUXEMBOURG

Tel. +352 4398-1

Informações: eca.europa.eu/pt/Pages/ContactForm.aspx
Sítio Internet: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors