



COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 27.3.2014
COM(2014) 168 final

**COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO CONSELHO E AO PARLAMENTO
EUROPEU**

sobre o financiamento a longo prazo da economia europeia

{SWD(2014) 105 final}

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contexto económico

A crise económica e financeira afetou a capacidade do setor financeiro de canalizar fundos para a economia real, em especial para investimentos a longo prazo. A forte dependência da intermediação bancária, a par da desalavancagem dos bancos e da menor confiança dos investidores, reduziram o financiamento a todos os setores da economia. A União agiu com determinação para inverter estas tendências e restaurar as condições para a sustentabilidade do crescimento e do investimento. As finanças públicas foram consolidadas, tendo também sido estabelecidos procedimentos tendentes a melhorar a coordenação das políticas orçamentais e económicas. O BCE atuou com firmeza com vista a restaurar a confiança nos mercados, e a criação da União Bancária está a contribuir para reduzir a fragmentação financeira e para restaurar a confiança na zona euro.

Para potenciar estes progressos são necessários investimentos a longo prazo, que permitam consolidar um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo. A capacidade do sistema financeiro para canalizar fundos para investimentos a longo prazo será decisiva para manter a Europa na senda do crescimento sustentável.

1.2 Necessidade de financiamento a longo prazo

O financiamento a longo prazo apresenta algumas características essenciais¹:

- Financia atividades *produtivas* que apoiam o crescimento reduzindo os custos, diversificando os meios de produção e criando postos de trabalho de forma inteligente, sustentável e inclusiva;
- É *paciente*, na medida em que os investidores têm em conta o desempenho e os riscos dos seus investimentos a longo prazo e não as flutuações dos preços a curto prazo. Esta perspetiva a longo prazo funciona em contraciclo e promove a estabilidade financeira;
- É *empenhado*, na medida em que os investidores têm em conta, nas suas estratégias de investimento, aspetos de mais longo prazo, designadamente questões ambientais, sociais, de governação, etc.

As infraestruturas e as PME dão um contributo inestimável para o crescimento sustentável. As infraestruturas de alta qualidade aumentam a produtividade do resto da economia, permitindo o crescimento, e facilitam a interligação do mercado interno. As necessidades de investimento em redes de infraestruturas de transportes, energia e telecomunicações à escala da União estão estimadas em um bilião de euros até 2020². Serão igualmente necessários investimentos significativos em capital humano³ investigação e desenvolvimento (I&D), novas tecnologias e inovação no âmbito da Estratégia Europa 2020 e do pacote para o clima e a energia até 2030⁴.

¹ Termos introduzidos pela OCDE em *Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies* (Promover o investimento a mais longo prazo dos investidores institucionais: questões e políticas selecionadas), 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>.

² Mecanismo interligar a Europa: 500 000 milhões de EUR em transportes, 200 000 milhões de EUR em energia e 270 000 milhões de EUR em banda larga rápida (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>).

³ Ver Pacote Investimento Social, COM (2013) 83 de 20.2.3013.

⁴ Comunicação intitulada *Um quadro político para o clima e a energia no período de 2020 a 2030*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2014:0015:FIN:PT:HTML>.

As PME respondem por cerca de dois terços do emprego e por quase 60 % do valor acrescentado da União, contribuindo significativamente para o crescimento do PIB graças à sua importância global, bem como à sua capacidade de inovação, crescimento e criação de postos de trabalho.

O clima de incerteza e de aversão ao risco gerado pela crise económica e financeira afetou tanto a procura como a oferta de financiamento. Do lado da procura, observou-se um decréscimo por parte das PME, das parcerias público-privadas e de outros projetos de investimento que requerem financiamento a longo prazo, o que resultará num nível insuficiente de investimento e financiamento a longo prazo. Do lado da oferta, a crise aumentou a aversão ao risco, favorecendo a preferência pela liquidez, o que, conjuntamente com a desalavancagem dos bancos, afetou a capacidade da economia para se autofinanciar a prazos mais longos. Os níveis insatisfatórios de financiamento a longo prazo refletem igualmente a insuficiência do mercado e a ineficácia da cadeia de intermediação⁵.

A resolução destes problemas constitui uma prioridade para a Europa. A capacidade da economia para conceder financiamentos a longo prazo, reforçando a competitividade da economia e da indústria europeias, depende da sua capacidade para canalizar poupanças através de um setor financeiro aberto, seguro e competitivo. Para tal, é indispensável garantir a segurança jurídica e a confiança dos investidores.

1.3 Livro Verde e consulta pública sobre o financiamento a longo prazo

Em 25 de março de 2013, a Comissão Europeia adotou um Livro Verde sobre o financiamento a longo prazo, que lançou um amplo debate sobre os diferentes fatores que determinam a capacidade da economia europeia para atrair os fundos de que necessita para sustentar e acelerar a sua retoma. O Livro Verde visava explorar formas de melhor canalizar as poupanças dos governos, das empresas e das famílias para as necessidades de financiamento a longo prazo.

A consulta realizada no âmbito do Livro Verde foi muito bem acolhida pelas partes interessadas e suscitou 292 respostas, oriundas de todos os setores da economia⁶. A esmagadora maioria das partes interessadas concordou com a necessidade de alargar as fontes de financiamento a longo prazo na Europa, sem deixar de reconhecer o importante papel que os bancos continuarão a desempenhar, sobretudo para as PME. Embora tenha sido sublinhada a enorme importância de um enquadramento regulamentar estável, muitas partes interessadas chamaram a atenção para a necessidade de a reforma da regulamentação ter em conta os objetivos do financiamento a longo prazo.

1.4 Outras iniciativas políticas europeias e internacionais

O debate sobre o financiamento a longo prazo teve repercussões a nível europeu e internacional. O Comité Económico e Financeiro criou um Grupo de Peritos de Alto Nível que publicou o seu relatório em dezembro de 2013⁷, centrado nas PME e nas infraestruturas. Em 26 de fevereiro de 2014, o Parlamento Europeu aprovou uma resolução⁸ sobre o

⁵ Para uma explicação pormenorizada, consultar o documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha o Livro Verde sobre o financiamento a longo prazo da economia europeia: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>.

⁶ Uma síntese detalhada de todas as respostas, bem como as respostas não confidenciais, podem ser consultadas em http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf.

⁷ http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

⁸ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0161+0+DOC+XML+V0//PT>.

financiamento a longo prazo da economia europeia. A resolução aborda muitas das questões objeto da presente comunicação.

A nível internacional, o G-20 aprovou, em setembro de 2013, um plano de trabalho para o financiamento do investimento⁹ e criou um grupo de trabalho para aprofundar os trabalhos sobre o financiamento a longo prazo. A OCDE definiu princípios fundamentais para o financiamento de investimentos a longo prazo por investidores institucionais¹⁰.

Neste contexto, e tendo em conta o resultado da consulta realizada no âmbito do Livro Verde, a presente comunicação propõe um conjunto de medidas concretas. O desenvolvimento e a diversificação do financiamento do investimento a longo prazo constituem uma tarefa complexa e multidimensional para a qual não existe uma resposta única ou um toque de «varinha de condão», mas antes uma série de respostas e iniciativas. As ações propostas na presente comunicação concentram-se (i) na mobilização de fontes privadas de financiamento a longo prazo, (ii) numa melhor utilização do financiamento público, (iii) no desenvolvimento dos mercados de capitais, (iv) na melhoria do acesso das PME ao financiamento, (v) na atração de financiamento privado para infraestruturas e (vi) na melhoria do contexto global para o financiamento sustentável.

A Comissão apresenta igualmente hoje, em simultâneo com a presente comunicação:

- Uma proposta de revisão da Diretiva relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IRPP) que visa apoiar o desenvolvimento de planos de pensões profissionais, um importante tipo de investidor institucional a longo prazo na União Europeia;
- Uma comunicação sobre financiamento coletivo (*crowdfunding*), uma fonte de financiamento cada vez mais importante para as PME.

2. MOBILIZAÇÃO DE FONTES PRIVADAS DE FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO

O apoio ao crédito responsável dos bancos e a promoção de fontes de financiamento não bancárias, designadamente investidores institucionais, incluindo companhias de seguros, fundos de pensões, fundos de investimento tradicionais ou alternativos, fundos soberanos ou fundações são fundamentais. Embora os bancos continuem a desempenhar um papel significativo, a diversificação do financiamento é importante a curto prazo, para melhorar a disponibilidade de financiamento, mas também a longo prazo, para ajudar a economia europeia a melhor resistir a futuras crises.

Bancos

Com a introdução progressiva do Regulamento relativo aos requisitos de fundos próprios (RRFP) e da quarta Diretiva relativa aos requisitos de fundos próprios (DRFP IV)¹¹ desde 1 de janeiro de 2014, os bancos são obrigados a apresentar níveis de fundos próprios mais elevados, a fim de aumentar a sua capacidade de absorver potenciais perdas. Em 2014 e

⁹ Consultar <http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html>.

¹⁰ Consultar <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>.

¹¹ Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012, e Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE.

2015, a Comissão levará a cabo, em duas etapas, uma avaliação da adequação dos requisitos do RRF ao financiamento a longo prazo.

Os bancos ficam ainda sujeitos a novos requisitos em matéria de gestão da liquidez que visam permitir-lhes absorver choques de liquidez inesperados. Embora o objetivo seja reforçar a confiança no sistema financeiro, há quem afirme que estas novas regras mais estritas em matéria de liquidez podem afetar a capacidade dos bancos de conceder crédito a longo prazo. A aplicação do rácio de cobertura de liquidez (LCR, rácio de liquidez a 30 dias) na Europa e as discussões internacionais em curso sobre a definição do rácio de financiamento estável líquido (NSFR, rácio de liquidez a um ano) devem encontrar o justo equilíbrio entre, por um lado, melhorar a capacidade de resistência do setor bancário aos choques de liquidez e, por outro, evitar restrições excessivas à transformação dos prazos de vencimento que desencorajem o financiamento a longo prazo¹². Além disso, o RRF prevê a aplicação faseada do LCR e um longo período de observação antes da apresentação de qualquer proposta legislativa sobre o NSFR.

As reformas no setor bancário e, em especial, a União Bancária são cruciais para restaurar a confiança no setor financeiro e reduzir a atual fragmentação do mercado, que afeta particularmente o financiamento das PME. Quando estas reformas estiverem concluídas, tanto os mutuários como os investidores devem beneficiar de um mercado maior, mais aprofundado e mais bem regulado e supervisionado.

A recente proposta de reforma estrutural do setor bancário europeu¹³ é igualmente importante, porquanto visa proteger as principais atividades financeiras, como a concessão de crédito à economia, separando-as das arriscadas atividades de negociação. Esta separação diminuiria igualmente o atual financiamento das atividades de negociação através dos depósitos, aumentando, assim, os incentivos para os bancos concederem crédito à economia real.

Medidas

- Em 2014¹⁴ e 2015¹⁵, a Comissão elaborará relatórios sobre a adequação dos requisitos do RRF em matéria de financiamento a longo prazo.
- Na preparação do ato delegado sobre o LCR¹⁶ (previsto para o primeiro semestre de 2014) e na calibração final do NSFR¹⁷, a Comissão terá plenamente em conta a necessidade de não restringir indevidamente o financiamento a longo prazo pelos bancos. Além disso, o período de acompanhamento previsto no RRF deve ser aproveitado para ajustar e eliminar potenciais consequências imprevistas das novas regras em matéria de liquidez para o investimento a longo prazo.

Companhias de seguros

Certos investidores institucionais, como as companhias de seguros, têm condições para conceder financiamento a longo prazo. Embora o investimento de investidores institucionais em ativos menos líquidos, como ativos de infraestrutura, tenha sido limitado, a procura de

¹² Cf. Considerando 100 do Regulamento nº 575/2013.

¹³ COM/2014/043.

¹⁴ Artigo 505.º: Até 31 de dezembro de 2014, a Comissão apresenta um relatório ao Parlamento Europeu e ao Conselho «sobre a adequação dos requisitos do presente regulamento à luz da necessidade de garantir os níveis adequados de financiamento para todas as formas de financiamento de longo prazo da economia, incluindo projetos de infraestruturas críticas na União no domínio dos transportes, da energia e das comunicações».

¹⁵ Artigo 516.º: «Até 31 de dezembro de 2015, a Comissão apresenta um relatório sobre o impacto do presente regulamento no estímulo a investimentos de longo prazo em infraestruturas promotoras do crescimento».

¹⁶ Artigo 460.º do RRF.

¹⁷ Artigo 510.º, n.º 3, do RRF.

rendimentos mais elevados num contexto de baixas taxas de juro está a aumentar o seu apetite por tais ativos.

A Solvência II¹⁸, que é aplicável a partir de 1 de janeiro de 2016, irá eliminar alguns obstáculos ao investimento, nomeadamente em classes de ativos menos líquidos, que existem atualmente nos Estados-Membros. As companhias de seguros passarão a poder investir em qualquer tipo de ativo, desde que observem o princípio do «gestor prudente», segundo o qual devem ter capacidade para «identificar, mensurar, monitorizar, gerir, controlar e comunicar adequadamente»¹⁹ os riscos associados a esses ativos.

Há quem argumente que o reforço dos requisitos em matéria de fundos próprios a fim de ter em conta todos os riscos quantificáveis, incluindo o risco de mercado (que não era tido em conta no regime jurídico anterior, o Solvência I), pode influenciar o comportamento e as perspetivas a longo prazo das companhias de seguros enquanto investidores institucionais²⁰. Por este motivo, em setembro de 2012, a Comissão solicitou à Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) que analisasse se a calibração e a conceção dos requisitos de fundos próprios deveria ser ajustada, sem comprometer a eficácia prudencial do regime, nomeadamente para investimentos em infraestruturas, PME e empresas sociais (incluindo a titularização de créditos para esses fins). A EIOPA apresentou a sua análise em dezembro de 2013²¹. Nessa análise, a EIOPA recomenda critérios para definir uma titularização de alta qualidade e sugere um tratamento mais favorável para esses instrumentos, mediante a redução dos fatores de esforço correspondentes²². Trata-se de um passo importante na vasta agenda da promoção de mercados de titularização sustentáveis (*cf. ponto 4, Titularização*). A Comissão terá em conta o mais recente relatório da EIOPA na elaboração dos atos delegados pertinentes para o Solvência II, incluindo eventuais ajustamentos no tratamento de ativos de outras classes para além da titularização (infraestruturas, PME e empresas sociais), em conformidade com o mandato original conferido à EIOPA.

Além disso, a Diretiva Omnibus II²³ (segunda diretiva que altera diferentes diretivas) irá introduzir no Solvência II medidas especificamente concebidas para reforçar os incentivos existentes de modo a conjugar passivos a longo prazo com ativos a longo prazo e a assegurar que os mesmos sejam detidos até à maturidade. A lista de ativos elegíveis para aplicação do ajustamento da correspondência entre ativos e passivos (*matching adjustment*) foi alargada de modo a incluir investimentos a longo prazo essenciais, designadamente obrigações destinadas a financiar projetos de infraestruturas.

¹⁸ Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro de 2009, relativa ao acesso à atividade de seguros e resseguros e ao seu exercício (Solvência II).

¹⁹ Artigo 132.º do Solvência II.

²⁰ Os requisitos em matéria de capital são apenas um dos fatores que influenciam a decisão de investimento, a par do regime fiscal, das normas contabilísticas ou da falta de experiência das seguradoras em ativos menos líquidos.

²¹ Consultar https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf.

²² Contrariamente ao que acontece no setor bancário, os requisitos de fundos próprios dependem do perfil de risco de cada seguradora e são muito menores do que os fatores de esforço, na medida em que o cálculo não se baseia exclusivamente nesses fatores. Os requisitos de fundos próprios correspondem às perdas potenciais das companhias de seguros em condições de tensão do mercado, tendo em conta uma série de circunstâncias atenuantes específicas a cada seguradora (redução de futuros prémios a tomadores de seguros, créditos fiscais diferidos, cobertura, diversificação com outras fontes de risco, etc.). Com base nos mais recentes estudos de impacto quantitativo à escala europeia, a Comissão estima que os requisitos de fundos próprios para o risco de mercado de uma companhia de seguros normal do ramo vida com responsabilidades a longo prazo são duas a três vezes inferiores aos fatores de esforço para cada tipo de investimento.

²³ Uma diretiva proposta em 2011 (COM 2011/0008) para adaptar o Solvência II ao novo enquadramento das medidas de execução introduzido pelo Tratado de Lisboa e à criação da EIOPA.

Medidas

- A Comissão pretende adotar, o mais tardar, em setembro de 2014 o ato delegado relativo ao Solvência II, que inclui uma série de incentivos para fomentar o investimento a longo prazo por parte das companhias de seguros.

Fundos de pensões

Os fundos de pensões são investidores institucionais com responsabilidades a longo prazo. Nessa qualidade, têm capacidade para ser investidores «pacientes». A Comissão congratula-se com o facto de os fundos de pensões procurem cada vez mais investimentos alternativos, como fundos de participações privadas e fundos de infraestruturas, para diversificar as suas carteiras e obter rendimentos mais elevados²⁴. A proposta de Diretiva IRPPP 2 hoje adotada pode contribuir para aumentar o investimento a longo prazo dos fundos de pensões, ao limitar as possibilidades de os Estados-Membros restringirem certos tipos de investimento a longo prazo.

Para além dos fundos de pensões, também os produtos individuais de poupança reforma têm potencialidades para promover o investimento a longo prazo. Em novembro de 2012, a Comissão convidou a EIOPA a elaborar um parecer técnico sobre a definição de um enquadramento europeu para as atividades e a supervisão dos produtos individuais de poupança reforma²⁵. Este enquadramento representaria uma oportunidade para mobilizar mais poupanças para o financiamento de investimentos a longo prazo, promovendo, dessa forma, a adequação dos rendimentos das reformas dos futuros pensionistas e o crescimento económico. Foi solicitado à EIOPA que considerasse, no mínimo, duas abordagens: (i) a definição de regras comuns para permitir a atividade transfronteiriça dos regimes de pensões individuais ou (ii) a definição de um 29.º regime em que as regras da União não substituíssem as regras nacionais, mas constituíssem uma alternativa a essas regras. A EIOPA apresentou um relatório preliminar sobre os produtos individuais de poupança reforma em fevereiro de 2014.

Medidas

- Os serviços da Comissão irão endereçar à EIOPA, no segundo semestre de 2014, um pedido de parecer exaustivo com o objetivo de criar um mercado único para os planos de poupança reforma e, dessa forma, mobilizar potencialmente mais fundos de poupança reforma para o financiamento a longo prazo.

Contas de poupança privadas

O Livro Verde recebeu o apoio de algumas partes interessadas para explorar formas de aumentar o fluxo transfronteiriço de poupanças, nomeadamente mediante a criação de uma conta de poupança da União que oferecesse um enquadramento normalizado para incentivar os aforradores a contribuir para o financiamento a longo prazo. Este exercício começaria por avaliar os modelos nacionais, considerando aspetos como taxas de remuneração, proteção dos depósitos nacionais, complementaridade com regimes nacionais existentes, mobilização de fundos e critérios de concessão de crédito.

Medidas

²⁴ No entanto, a percentagem dos seus ativos afetada a tais investimentos permanece limitada, nomeadamente em matéria de ativos de infraestrutura. Por exemplo, um estudo recente da OCDE que incidiu em 86 grandes fundos de pensões e fundos de pensões públicos (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) verificou que apenas 1 % dos ativos destes fundos estavam investidos em infraestruturas não cotadas em bolsa e 12-15 % estavam aplicados noutros investimentos alternativos (o resto dos ativos estavam investidos em aplicações de rendimento fixo, dinheiro e títulos de capital cotados em bolsa).

²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf.

- Até ao final de 2014, os serviços da Comissão irão lançar um estudo sobre as possíveis insuficiências do mercado e outros problemas que afetam os fluxos transfronteiriços de poupanças, incluindo uma panorâmica dos modelos nacionais de contas de poupança e uma avaliação da oportunidade da introdução de uma conta de poupança da União Europeia.

3. UTILIZAR MELHOR O FINANCIAMENTO PÚBLICO

O setor público dá um contributo inestimável para a formação de capital bruto através de investimentos corpóreos e incorpóreos. São necessários esforços para garantir uma utilização mais transparente e eficaz dos fundos públicos e para maximizar o retorno dos investimentos públicos, a sua contribuição para o crescimento e a sua capacidade para mobilizar investimento privado. A Comissão continuará a acompanhar as políticas orçamentais da UE-28, incluindo a qualidade da despesa pública e a observância do procedimento relativo aos défices excessivos, no contexto do Semestre Europeu. É igualmente necessário acompanhar as atividades dos bancos de fomento nacionais e das agências de crédito à exportação.

Bancos de fomento nacionais

Os bancos de fomento nacionais e regionais desempenham um papel importante na catalisação de financiamento a longo prazo, a par do BEI/FEI e de outros bancos de desenvolvimento multilaterais, como o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD). Nos últimos anos, estas instituições intensificaram as suas atividades, procurando compensar a retração dos mutuantes comerciais. Atenta a estabilização da situação económica e a limitada capacidade de empréstimo destas instituições, é necessário concentrar agora as atenções nas insuficiências do mercado e em operações com valor acrescentado. Durante a consulta, foram pedidas mais iniciativas conjuntas UE-nacionais ou multinacionais e procedimentos simplificados para promover a cooperação e sinergias entre o orçamento da União e o BEI/FEI, os bancos de desenvolvimento multilaterais e os bancos de fomento nacionais, bem como um maior envolvimento dos bancos de fomento nacionais nas políticas da União e um maior acesso aos fundos da UE. As políticas incluem externalidades ambientais, climáticas, inovação e o desenvolvimento social e de capital humano. A questão da coordenação entre os bancos multilaterais e os bancos de fomento nacionais foi igualmente considerada importante para otimizar sinergias e complementaridades e para evitar a sobreposição de esforços e a duplicação de financiamentos.

Medidas

- Em 2014, a Comissão publicará uma comunicação sobre os bancos de fomento em que formulará orientações sobre princípios gerais, governação e transparência, enquanto elementos essenciais para garantir a confiança dos investidores e condições de financiamento favoráveis, sobre supervisão e aspetos regulamentares, bem como sobre o papel desempenhado pelos bancos de fomento nacionais no co-investimento e na canalização de fundos do orçamento da União para apoiar prioridades políticas europeias para 2020 e posteriormente.
- A Comissão irá incentivar e acompanhar a cooperação dos bancos de fomento nacionais com o BEI/FEI e, eventualmente, outros bancos de desenvolvimento multinacionais, conforme requerido pelo Conselho Europeu de junho de 2013, e informar o Conselho de dezembro de 2014 dos progressos alcançados.

Agências de Crédito à exportação

As agências de crédito à exportação são simultaneamente investidores e garantes/subscritores do risco do financiamento a longo prazo. Nessa qualidade, podem desempenhar um papel

importante no apoio ao investimento transfronteiriço no interior da União, bem como no apoio à exportação de bens de capital para o exterior da União. Este é um domínio em que as tensões relativas ao risco soberano têm um impacto imediato no financiamento a longo prazo, nomeadamente no caso de garantias a longo prazo.

Medidas

- Os serviços da Comissão irão publicar um relatório sobre a promoção de uma melhor coordenação e cooperação entre os regimes nacionais de crédito à exportação existentes.

4. DESENVOLVER OS MERCADOS DE CAPITALIS EUROPEUS

É necessário um esforço político na Europa para diversificar os canais de financiamento. De um modo geral, os mercados de capitais europeus estão relativamente pouco desenvolvidos e são, atualmente, insuficientes para colmatar a lacuna de financiamento criada pela desalavancagem dos bancos. São igualmente necessários instrumentos financeiros adequados para permitir que os mercados financeiros desempenhem um papel ativo e eficaz na canalização de fundos para investimentos a longo prazo, nomeadamente instrumentos financeiros inovadores associados aos principais desafios do crescimento sustentável na Europa, como infraestruturas, obrigações ligadas ao impacto climático e social (*cf. ponto 6*).

Mercados de ações e obrigações

Embora o financiamento dos mercados de capitais tenha sido significativamente agravado com a crise, desde a década de 1990 que é possível identificar uma tendência de declínio. Os números de ofertas públicas iniciais na Europa e nos Estados Unidos diminuiu para cerca de um quinto do número anterior a 1999²⁶. Estudos realizados nos Estados Unidos revelam ainda que o tempo para a oferta pública inicial duplicou, de 4,8 anos no início da década de 1980 para mais de 9 anos desde 2007²⁷. Mesmo tendo em conta o caráter cíclico das ofertas públicas iniciais, estas tendências são preocupantes, sobretudo em termos de criação de postos de trabalho, já que o mesmo estudo norte-americano revela que 92 % do crescimento das empresas tem lugar após a oferta pública inicial. A criação de uma *task force* «oferta pública inicial» por diversas associações de mercado²⁸ com o objetivo de solucionar estes problemas é uma iniciativa que saudamos vivamente.

Normalmente, são as grandes empresas, com notação de risco de crédito, que emitem obrigações de grande valor nominal que são adquiridas por instituições financeiras. Este mercado tem vindo a crescer nos últimos anos. Contudo, as PME e as empresas de média capitalização não têm normalmente acesso a estes instrumentos, apesar de, nos últimos anos, terem sido criados vários mercados obrigacionistas para investidores retalhistas na Alemanha (o mercado BondM, lançado em 2010), no Reino Unido (o mercado ORB, lançado em 2010), em França (o mercado IBO, lançado em 2012) e em Itália (o mercado ExtraMOT PRO, lançado em 2013).

²⁶ As ofertas públicas iniciais no Reino Unido, França, Itália e Espanha diminuíram de cerca de 350 por ano entre 1996-2000 para cerca de 70 por ano no período 2008-2012 (*cf. documento de trabalho da OCDE intitulado Making Stock Markets Work to Support Economic Growth* (Pôr os mercados bolsistas a apoiar o crescimento económico) http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Uma quebra idêntica foi registada nos Estados Unidos, de cerca de 500 ofertas públicas iniciais anuais até 1999 para cerca de 100 após 1999 (*cf.*

<http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

²⁷ *Cf.* <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>.

²⁸ Federação das Bolsas de Valores Europeias (FESE), *European Issuers* (Emitentes Europeus) e Associação Europeia de Capital de Risco (EVCA). *Cf.* <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>.

Apesar destas iniciativas nacionais, os mercados de capitais europeus de obrigações e de ações continuam fragmentados e não suficientemente atrativos para as PME e as empresas de média capitalização, com baixos níveis de investimento transfronteiriço em títulos, com exceção dos títulos de primeira categoria (*blue chips*). Além disso, subsistem importantes obstáculos, nomeadamente a diversidade de legislações em matéria de valores mobiliários e de falências.

Medidas

- O ato delegado da Comissão previsto na Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros 2 (MiFID 2)²⁹ irá assegurar que os requisitos aplicáveis aos mercados das PME em crescimento minimizem os encargos administrativos dos emitentes nestes mercados, mantendo contudo um elevado nível de proteção dos investidores. Estes requisitos incluem uma proporção mínima de PME emitentes nestes mercados, critérios adequados de admissão à negociação, prestação de informações aos investidores e comunicação de informações financeiras.
- Os serviços da Comissão irão realizar um estudo destinado a apurar se, após as melhorias introduzidas pelo MiFID 2 em relação aos valores mobiliários não representativos de capital, são necessárias novas medidas para possibilitar a criação de um mercado secundário líquido e transparente para a negociação de obrigações de empresas na União.
- No final de 2015, a Comissão irá avaliar as implicações e os efeitos das regras da Diretiva Prospetos³⁰. Esta avaliação incluirá, nomeadamente, uma apreciação do regime proporcionado de divulgação de informações para as PME emitentes e para empresas com reduzida capitalização bolsista.
- A Comissão irá explorar a possibilidade de os critérios de elegibilidade para os investimentos dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) serem tornados extensivos aos títulos cotados nos mercados das PME em crescimento que apresentem determinadas características de liquidez, tendo em vista a implementação do enquadramento da MiFID 2. A questão de saber se os Fundos Europeus de Investimento a Longo Prazo (FEILP) devem igualmente poder ser utilizados para investir em PME cotadas em bolsa está atualmente a ser debatida no contexto da proposta de FEILP da Comissão³¹. A proposta da Comissão já inclui PME não cotadas em bolsa como parte das classes de ativos que serão elegíveis para investimento pelos FEILP.

Titularização

As transações de titularização permitem aos bancos refinar empréstimos mediante o agrupamento de ativos e a sua conversão em títulos que são atrativos para investidores institucionais. Da perspetiva dos bancos, essas transações desbloqueiam recursos de capital,

²⁹ Em conformidade com o artigo 35.º da proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que revoga a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, com a redação que consta do texto do compromisso final.

³⁰ Artigo 4.º da Diretiva 2010/73/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que altera a Diretiva 2003/71/CE, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e a Diretiva 2004/109/CE, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado.

³¹ Consultar, por exemplo, o projeto de relatório Kratsa-Tsagaropoulou do Parlamento Europeu sobre a proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos fundos europeus de investimento a longo prazo.

aumentando a capacidade dos bancos para maximizar os seus empréstimos e financiar o crescimento económico. Para os investidores institucionais, esses títulos, se tiverem uma dimensão suficiente, oferecem oportunidades de investimento líquido em classes de ativos em que não investem diretamente, como é o caso das PME ou das hipotecas.

No passado, alguns modelos de titularização foram inadequadamente regulados. As fragilidades desses modelos foram identificadas e corrigidas na subsequente reforma financeira da União. Desde 2011 que se aplicam requisitos de retenção de risco («*skin-in-the-game*») ao setor bancário da União, requisitos esses que, entretanto, foram tornados extensivos a todos os setores financeiros. Além disso, as obrigações de divulgação de informações foram reforçadas de modo a permitir que os investidores compreendam bem os instrumentos em que investem.

As autoridades estão a tomar muitas medidas concretas para reforçar a normalização e a transparência das transações de titularização, aumentando, dessa forma, a confiança dos investidores³². As instituições e agências da União necessitam de melhorar a sua cooperação e desenvolver sinergias, por exemplo no que respeita à normalização de modelos de relatórios. Por outro lado, iniciativas lideradas pelo próprio setor, como a rotulagem, contribuem igualmente para a realização destes objetivos.

Apesar destas medidas, não se observou até agora qualquer recuperação significativa deste mercado, o que se deve, em grande medida, ao estigma que ainda marca estas transações e ao seu tratamento regulamentar. Muitas partes interessadas apelaram a uma diferenciação dos produtos de titularização para fins prudenciais, no intuito de promover o desenvolvimento de mercados de titularização sustentáveis. O relatório técnico da EIOPA relativo ao Solvência II e a proposta da Comissão relativa à reforma estrutural do setor bancário introduzem uma diferenciação para produtos de titularização de «alta» qualidade.

Medidas

- A Comissão irá aperfeiçoar a diferenciação de produtos de titularização de «alta» qualidade, a fim de garantir a coerência entre setores financeiros e explorar um eventual tratamento regulamentar preferencial compatível com princípios prudenciais. A Comissão irá considerar a introdução desta abordagem na legislação pertinente da União aplicável aos diferentes setores financeiros. A Comissão terá em conta, nomeadamente, eventuais futuros aumentos da liquidez de uma série de produtos de titularização no seguimento de uma maior diferenciação e normalização.
- A Comissão irá colaborar com as entidades responsáveis pelo estabelecimento de normas internacionais, em especial com o Comité de Basileia e a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), com vista a desenvolver e a aplicar normas internacionais, essencialmente em matéria de retenção de risco, normalização de alta qualidade e transparência, de modo a garantir coerência e evitar arbitragem regulamentar.

Obrigações cobertas

As obrigações cobertas constituem um meio comum de obter financiamento nos mercados de capitais com recurso a ativos de boa qualidade. Enquanto estes instrumentos dão mais segurança e liquidez aos investidores do que títulos não cobertos privilegiados, eles garantem também aos emitentes benefícios, como rentabilidade e diversificação do financiamento.

³² As principais iniciativas são as disposições do artigo 8.º-B do Regulamento relativo às agências de notação de risco que preveem a criação pela ESMA de um sítio Web público e a base de dados europeia centralizada (EDW), patrocinada pelo Banco Central Europeu.

Embora várias normas da União façam referência a obrigações cobertas, o facto é que não existe um enquadramento único e harmonizado. Alguns Estados-Membros não têm legislação nacional específica. No entanto, verificou-se alguma convergência na sequência da evolução dos critérios de elegibilidade relativos aos requisitos de fundos próprios preferenciais no setor bancário para uma norma de mercado de aceitação generalizada³³.

Medidas

- A Comissão irá avaliar o tratamento das obrigações cobertas no RRFP até ao final de 2014³⁴, a fim de lançar os alicerces de um mercado europeu integrado de obrigações cobertas. A avaliação terá em conta a qualidade do crédito, as cauções elegíveis e a transparência. Pode igualmente explorar o reforço da supervisão, a executividade de direitos preferenciais e aspetos da segregação de ativos em caso de falência.
- À luz das conclusões da avaliação acima referida, os serviços da Comissão irão lançar um estudo sobre os méritos da introdução de um enquadramento europeu para as obrigações cobertas.

Subscrições privadas

As subscrições privadas podem constituir uma alternativa ao crédito bancário e à emissão de obrigações de empresas acessíveis ao público, alargando potencialmente a disponibilidade de financiamento para empresas de média e grande dimensão não cotadas em bolsa e para projetos de infraestruturas. O atual enquadramento regulamentar permite subscrições privadas e alguns Estados-Membros já desenvolveram estes mercados (por exemplo, o mercado «Schuldschein» na Alemanha e o «Euro PP» em França). Há uma crescente oferta e procura deste canal de financiamento, como o comprova o crescimento dos mercados existentes na União e o número de emitentes europeus que acedem ao mercado norte-americano de subscrições privadas³⁵.

Contudo, esta atividade não conheceu uma expansão significativa à escala europeia, nomeadamente devido à inexistência de documentação normalizada e de informação sobre a qualidade de crédito dos emitentes, bem como à falta de liquidez no mercado secundário. Dado que a informação relativa à recuperação é particularmente importante para os investidores nestes produtos, as diferenças nas legislações europeias em matéria de insolvência têm sido apontadas como obstáculos ao desenvolvimento de um grande mercado transfronteiriço de subscrições privadas.

Medidas

- No final de 2014, os serviços da Comissão vão realizar um estudo para localizar os mercados de subscrições privadas na Europa e considerar outras localizações/práticas, analisar os principais fatores que contribuíram para o seu êxito e formular recomendações políticas para reproduzir esse êxito em maior escala na União. Serão igualmente avaliados riscos potenciais, porquanto os mercados de subscrições privadas são, por definição, menos transparentes do que os mercados de capitais

³³ As disposições constantes da Diretiva 2006/48/CE (DRFP) desde 2006 e agora no RRFP já harmonizaram consideravelmente a gama de ativos elegíveis para obrigações cobertas. Também no que respeita à transparência, o RRFP já estabeleceu mínimos.

³⁴ Cf. artigo 503.º do RRFP.

³⁵ Em 2012, realizaram transações no mercado norte-americano de subscrições privadas, num montante de quase 20 000 milhões de dólares, 36 empresas europeias, 11 das quais de pequena dimensão, com receitas inferiores a 500 milhões de dólares. Cf. <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>.

públicos e são altamente ilíquidos. O estudo terá como base a consulta pública e a avaliação de impacto realizada em 2007/2008³⁶.

5. MELHORAR O ACESSO DAS PME AO FINANCIAMENTO

A dependência das PME em relação ao financiamento bancário deixou-as numa situação particularmente vulnerável e frágil durante a crise. Na realidade, as PME continuam a ter dificuldade em obter crédito, sobretudo nas economias periféricas, devido, em parte, à fragmentação do setor bancário³⁷.

É importante facilitar a transição do arranque para a PME e da PME para a empresa de média capitalização, ou seja, a passagem pela «escada rolante» do financiamento, para melhorar o acesso das PME ao financiamento. À medida que avançam no seu ciclo de vida, as PME recorrem a uma combinação de fontes de financiamento, incluindo crédito bancário e investimento de *business angels* (investidores providenciais) em capital próprio, capital de risco, fundos privados de participações e, em última análise, mercados de capitais. As PME consideram frequentemente um desafio a transição de uma combinação de fontes de financiamento para outra. Entre os diferentes estádios de crescimento, as empresas enfrentam «hiatos de financiamento» e «lacunas de formação». Esta situação é particularmente sensível no estágio inicial e no estágio de crescimento, devido, em parte, ao limitado financiamento com capital de risco disponível na Europa.

Em 2011, a Comissão adotou um plano de ação para melhorar o acesso das PME ao financiamento. Muitas das ações previstas neste plano de ação foram postas em prática, incluindo medidas regulamentares, programas financeiros e iniciativas destinadas a facilitar o acesso ao financiamento. Do documento de trabalho que acompanha a presente comunicação consta uma panorâmica da execução deste plano de ação. Algumas das ações preconizadas estão ainda em curso, como é o caso de iniciativas destinadas a colmatar as lacunas de formação e de informação através da Rede Europeia de Empresas. A futura Rede, que ficará operacional em 2015³⁸, irá oferecer aconselhamento e assistência mais aprofundados no que respeita ao acesso ao financiamento e irá colaborar estreitamente com outros prestadores de serviços locais, como intermediários financeiros e contabilistas. A nível nacional, foram igualmente desenvolvidos vários programas de tutoria, nomeadamente para preparar as PME para acederem aos mercados de capitais (como o programa ELITE desenvolvido pela Borsa Italiana)³⁹.

Um problema frequentemente apontado como tradicionalmente responsável pela grande dependência das PME em relação ao financiamento dos bancos locais é a falta de informação de crédito adequada, comparável, fiável e facilmente disponível sobre as PME. Em novembro de 2013, a Comissão organizou um *workshop* com um grande número de partes interessadas para discutir práticas nacionais, públicas e privadas, e novas iniciativas, com o objetivo de encontrar formas de melhorar a informação sobre as PME. O *workshop* confirmou que

³⁶ Consultar http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm.

³⁷ Cf. *ECB Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area, April 2013 to September 2013* (Inquérito do BCE sobre o acesso das PME ao financiamento na zona euro, realizado entre abril de 2013 e setembro de 2013):

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Apenas 33 % das PME que pediram crédito na Grécia obtiveram a totalidade do montante pedido, percentagem que não vai além de 50 % em Espanha e Itália (contra 65 %, em média, na zona euro e 87 % na Alemanha). Contudo, alguns números apresentam uns tímidos progressos: na Irlanda, 60 % das PME afirmam ter obtido a totalidade do crédito solicitado, contra 30 % no semestre anterior, enquanto em Espanha esta percentagem também aumentou de 40 % para 50 %.

³⁸ Consultar o recente convite à apresentação de propostas publicado pela Comissão (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_pt.htm).

³⁹ Cf. <http://elite.borsaitaliana.it/en>.

existem óbvios obstáculos ao acesso dos investidores e financiadores a informações fiáveis, disponíveis e comparáveis sobre as PME em toda a União. Esses obstáculos decorrem, parcialmente, das notáveis diferenças entre os Estados-Membros no que respeita ao grau de informação pública e à sua divulgação, devido, principalmente, aos diferentes enquadramentos jurídicos nacionais.

Medidas

- Em 2014, os serviços da Comissão irão proceder ao levantamento das legislações e das práticas nacionais e da União que afetam a disponibilidade de informação de crédito sobre as PME, com vista a considerar possíveis abordagens dos sistemas de avaliação de crédito e a apreciar a viabilidade de harmonizar/melhorar a comparabilidade dos dados relativos às PME em toda a União Europeia.
- Os serviços da Comissão irão relançar o diálogo entre os bancos e as PME com o objetivo de melhorar a cultura financeira das PME, nomeadamente no contexto das informações prestadas pelos bancos sobre os pedidos de empréstimos. Os serviços da Comissão irão igualmente avaliar as melhores práticas para ajudar as PME a acederem aos mercados de capitais.

6. ATRAIR FINANCIAMENTO PRIVADO PARA INFRAESTRUTURAS, PARA CONCRETIZAR OS OBJETIVOS DA ESTRATÉGIA EUROPA 2020

Inicialmente, o investimento em infraestruturas estava mais orientado para projetos que requeriam grande intensidade de capital, como redes rodoviárias e ferroviárias, gasodutos, oleodutos e redes de transporte de energia, bem como redes nacionais de telecomunicações. A nova abordagem adotada no âmbito do Mecanismo Interligar a Europa e dos Fundos Estruturais e de Investimento Europeus coloca a ênfase na sustentabilidade, na eficiência energética, na inovação, na interoperabilidade e nas ligações de uma infraestrutura multimodal europeia. Ora, isto equivale a uma mudança para os caminhos de ferro e uma gestão inteligente do tráfego no setor dos transportes, para a produção de eletricidade com emissões reduzidas de carbono e a eficiência energética nos edifícios e para interligações nos setores da energia e das TIC.

A Iniciativa Obrigações para Projetos⁴⁰ (*Project Bond Initiative – PBI*) da União Europeia tem sido destacada por muitas partes interessadas como um exemplo positivo de como atrair capital privado para projetos de infraestruturas; os serviços da Comissão estão a avaliar uma série de eventuais melhoramentos a introduzir na PBI, bem como o possível alargamento do conceito de obrigações para projetos a outros setores de infraestruturas, nomeadamente transportes sustentáveis, energias renováveis e redes inteligentes. Poderão ser analisadas, em especial, modalidades práticas para possíveis contribuições ao abrigo dos Fundos Estruturais e de Investimento Europeus em consonância com os respetivos regulamentos.

Neste contexto, a Comissão pretende incentivar as entidades adjudicantes de toda a União a encararem, sempre que tal se afigure economicamente vantajoso, a possibilidade de associar o setor privado à execução de projetos de infraestruturas; com efeito, a Comissão vai incentivar as autoridades a utilizar análises do ciclo de vida e da relação custo/benefício e promover a apresentação de propostas baseadas numa gama mais vasta de opções de financiamento, perfeitamente compatíveis com as recentes alterações introduzidas nas diretivas em matéria de contratos públicos. Uma maior disponibilidade de informações e

⁴⁰ A Iniciativa Obrigações para Projetos é um instrumento de partilha de riscos criado pela Comissão e pelo BEI com o objetivo de permitir às empresas emitirem obrigações destinadas ao financiamento de projetos que sejam atrativas para os investidores do mercado de instrumentos de dívida nos setores das redes transeuropeias de transporte (RTE-T) e de energia (RTE-E), bem como das redes de telecomunicações e de banda larga.

dados transparentes sobre novas parcerias público-privadas (PPP) pode igualmente atrair investidores institucionais para projetos europeus.

Apesar da importância do investimento em infraestruturas, existem muito poucos dados pan-europeus disponíveis coerentes sobre o desempenho de empréstimos destinados a financiar infraestruturas. Esta escassez de dados foi sublinhada pela EIOPA no relatório que apresentou à Comissão em dezembro de 2013, tendo-a então considerado uma barreira que impedia a realização da análise necessária para recomendar uma mais baixa calibração dos requisitos de fundos próprios para ativos de infraestruturas.

Os ativos de infraestruturas são elevados, pelo que as dimensões das amostras são menores do que as dos créditos tipicamente concedidos às empresas. Os dados são frequentemente informação reservada dos bancos e dos patrocinadores de participações e sujeitos a cláusulas de confidencialidade rigorosas. A disponibilização destes dados no mercado não só contribuiria para alargar a base de investidores institucionais, como ajudaria os reguladores a explorar os méritos de um regime prudencial adaptado ao investimento em infraestruturas.

Medidas

- Em 2014, os serviços da Comissão irão avaliar a viabilidade de disponibilizar, sempre que possível num único portal, as informações existentes sobre planos e projetos de investimento em infraestruturas da responsabilidade de autoridades nacionais, regionais e municipais.
- Em 2014, os serviços da Comissão irão igualmente avaliar a viabilidade e as modalidades práticas de obter e, se possível, disponibilizar, estatísticas de crédito para infraestruturas de dívida exaustivas e normalizadas, no âmbito de um ponto de acesso único. Este exercício constituiria um apoio aos trabalhos realizados no contexto do CEF e do G 20, podendo reunir o BEI, o BERD, bancos de fomento nacionais e investidores institucionais.

7. MELHORAR O ENQUADRAMENTO ALARGADO DO FINANCIAMENTO SUSTENTÁVEL

A capacidade da economia de canalizar fundos para financiamentos a longo prazo depende igualmente de uma série de fatores transversais, incluindo o governo das sociedades, a contabilidade e o contexto fiscal e jurídico. O contexto empresarial e regulamentar geral é importante tanto para o investimento nacional como para o transfronteiriço.

Governo das sociedades

A forma como os ativos são geridos pode desempenhar um papel importante no financiamento a longo prazo, na medida em que pode incentivar os investidores institucionais, os gestores de ativos e as empresas a adotarem estratégias a longo prazo, atenuando as preocupações associadas às estratégias de curto prazo, à especulação e às relações de agência.

Muitas partes interessadas, bem como um grande número de estudos empíricos e relatórios, sublinharam os benefícios potenciais dos regimes de participação financeira dos trabalhadores e de propriedade de ações pelos trabalhadores em termos de aumento da produtividade e da competitividade, por um lado, e da motivação e retenção dos trabalhadores, por outro. Estes regimes envolvem acionistas empenhados e de longo prazo.

Muitos elementos apontam também para a importância das questões ambientais, sociais e de governação no desempenho a mais longo prazo das empresas e dos investidores empenhados nestas questões. A Comissão já empreendeu várias iniciativas destinadas a aumentar a transparência institucional das sociedades, nomeadamente a proposta sobre a divulgação de

informações não financeiras⁴¹. No entanto, só um pequeno número de investidores tem em conta questões ambientais, sociais e de governação na composição das suas carteiras; aliás, alguns consideram mesmo que a tomada em consideração desses fatores seria incompatível com o seu dever fiduciário de maximizar a rentabilidade para os beneficiários.

Medidas

- A Comissão irá estudar uma proposta de revisão da diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades, de modo a alinhar melhor os interesses a longo prazo dos investidores institucionais, dos gestores de ativos e das sociedades.
- No âmbito do projeto-piloto do Parlamento Europeu relativo à promoção da propriedade e participação dos trabalhadores, em 2014, a Comissão irá avaliar a propriedade de ações pelos trabalhadores na União Europeia, a fim de identificar problemas com a implementação transfronteiriça de regimes de participação financeira dos trabalhadores e de propriedade de ações pelos trabalhadores e formular possíveis medidas da União para promover a participação financeira dos trabalhadores e, sobretudo, a propriedade de ações pelos trabalhadores.
- A Comissão irá estudar uma recomendação no sentido de melhorar a qualidade das informações sobre o governo das sociedades, um relatório sobre incentivos para investidores institucionais e os gestores de ativos a ter em devida conta as informações ambientais (por exemplo, a pegada de carbono e os riscos climáticos), sociais e de governação nas suas decisões de investimento, e realizar um estudo sobre deveres fiduciários e sustentabilidade.

Normas contabilísticas

O Livro Verde explorou a questão do equilíbrio entre a exatidão da informação prestada aos investidores e o incentivo suficiente à detenção e gestão de investimentos a longo prazo. Neste contexto, a contabilidade pelo justo valor foi criticada por várias partes interessadas por introduzir a volatilidade do mercado nos relatórios financeiros e, em consequência, favorecer comportamentos de curto prazo. Muitos inquiridos comentaram a importância do enquadramento conceptual do Conselho das Normas Internacionais de Contabilidade (IASB) para garantir que as futuras normas contabilísticas sejam desenvolvidas de forma a não prejudicar os investimentos a longo prazo. Sublinharam ainda os trabalhos de revisão da contabilidade dos instrumentos financeiros em curso no IASB (IFRS 9).

O regulamento de 2002 relativo às normas internacionais de contabilidade está a ser avaliado, nomeadamente no que respeita à adequação e à consistência dos critérios de aprovação estabelecidos em 2002 para a Europa atual e futura⁴².

Os procedimentos contabilísticos aplicados em relação às PME desempenham um papel importante nesta matéria. Muitas partes interessadas solicitaram, para as PME cotadas em bolsa, uma versão simplificada do conjunto de normas IFRS aplicáveis a todas as empresas cotadas em bolsa, sem, contudo, deixar de reconhecer a necessidade de normas rigorosas para manter a confiança dos investidores⁴³. Acresce que, no caso das PME não cotadas em bolsa, se poderia revelar útil para os grupos transfronteiriços um enquadramento contabilístico

⁴¹ COM(2013) 207.

⁴² Cf. relatório de Philippe Maystadt intitulado *Should IFRS Standards be More European?* (Deveriam as normas IFRS ser mais europeias?), http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

⁴³ O Conselho das Normas Internacionais de Contabilidade (IASB) desenvolveu um conjunto de normas simplificadas, conhecido por IFRS para PME. Contudo, estas normas destinam-se a empresas não cotadas em bolsa.

perfeitamente autónomo. Presentemente, as PME não cotadas em bolsa estão sujeitas a normas contabilísticas nacionais baseadas na recentemente revista Diretiva Contabilística da União Europeia, que estabelece princípios de base comuns que os Estados-Membros têm de observar na conceção dos respetivos enquadramentos contabilísticos nacionais para as PME (*consultar o documento de trabalho dos serviços da Comissão*).

Medidas

- No âmbito da aprovação da IFRS 9 revista, a Comissão irá apreciar a adequação da utilização do justo valor na norma, nomeadamente no que respeita a modelos empresariais de investimento a longo prazo.
- A Comissão irá convidar o IASB a ter em devida conta o efeito das suas decisões nos horizontes de investimento dos investidores, tanto no que se refere a projetos concretos como ao desenvolvimento do enquadramento conceptual, e que preste especial atenção à reintrodução do conceito de prudência.
- A avaliação do regulamento relativo às normas internacionais de contabilidade pelos serviços da Comissão irá explorar com as partes interessadas, ao longo de 2014, a adequação dos critérios de aprovação, tendo em conta as necessidades de financiamento a longo prazo da Europa.
- Em 2014, os serviços da Comissão irão lançar uma consulta para examinar (i) a possibilidade de uma norma contabilística simplificada para as demonstrações financeiras consolidadas das PME cotadas em bolsa e ii) a utilidade de uma norma contabilística perfeitamente autónoma para as PME não cotadas em bolsa, complementarmente à Diretiva Contabilística.

Contexto contabilístico e jurídico

A grande maioria dos regimes fiscais aplicáveis às sociedades na Europa (e a nível internacional) favorecem o financiamento por dívida em detrimento do financiamento com recurso a capitais próprios ao permitirem a dedução dos encargos com juros e sem oferecer um tratamento equivalente em relação aos custos incorridos com o financiamento por fundos próprios. Este desequilíbrio fiscal a favor do financiamento da dívida pode incentivar as empresas a contrair mais dívidas, por um lado, e penalizar empresas inovadoras e novas empresas que se financiam com capitais próprios, por outro. Esta questão suscitou considerável interesse na consulta pública.

No que respeita ao enquadramento jurídico do financiamento a longo prazo, as discrepâncias existentes entre as legislações em matéria de insolvência dos diferentes Estados-Membros e as inflexibilidades dessas legislações implicam custos elevados para os investidores, baixos rendimentos para os credores e dificuldades para as empresas com atividade ou propriedade transfronteiriças no interior da União. Estas ineficiências afetam a disponibilidade de financiamento, bem como a capacidade das empresas, sobretudo das PME, para se estabelecerem e crescerem. Por outro lado, subsistem obstáculos jurídicos às transferências de créditos, conhecidas em termos jurídicos como cessões de créditos, no âmbito de muitas transações de financiamento transfronteiriças, como titularizações e cessões financeiras (*factoring*). A ausência de uma regulamentação clara a nível da União⁴⁴ gera insegurança jurídica em relação à cessão de crédito transfronteiriça.

Medidas

⁴⁴ Atualmente, o Regulamento (CE) n.º 593/2008 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de junho de 2008, sobre a lei aplicável às obrigações contratuais (Roma I), não regula expressamente esta questão.

- A Comissão continuará a incentivar, através das Recomendações Específicas por País que fazem parte do processo do Semestre Europeu, o investimento em capital próprio, em especial nos Estados-Membros em que a fiscalidade das empresas favorece o endividamento.
- Conforme previsto na sua recomendação de março de 2014⁴⁵ relativa a princípios de boas práticas para permitir a reestruturação precoce de empresas viáveis e proporcionar uma segunda oportunidade a empresários falidos, a Comissão irá rever a aplicação da recomendação e considerar eventuais medidas adicionais.
- Em 2014, os serviços da Comissão irão publicar um relatório sobre a legislação aplicável a terceiros no âmbito da cessão de créditos.

8. CONCLUSÃO

A promoção do financiamento a longo prazo é fundamental para o crescimento inteligente, sustentável e inclusivo da Europa. A presente comunicação apresenta uma vasta gama de iniciativas a levar a cabo em várias frentes. Algumas prendem-se com a legislação em vigor, enquanto outras têm um caráter mais exploratório. Todas têm por objetivo melhorar a capacidade do sistema financeiro de canalizar recursos para investimentos a longo prazo.

A Comissão está empenhada em implementar este plano de ação. Para tal, reunir-se-á regularmente, se necessário, com todas as partes interessadas pertinentes. A Comissão insta os Estados-Membros e o Parlamento Europeu a apoiarem as iniciativas apresentadas na presente comunicação.

⁴⁵ C (2014) 1500.