



Bruxelas, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

LIVRO VERDE

O FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO DA ECONOMIA EUROPEIA

(Texto relevante para efeitos do EEE)

{SWD(2013) 76 final}

1. INTRODUÇÃO

O premente desafio com que a Europa se confronta é voltar a colocar a UE na via de um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo, criando postos de trabalho, explorando as áreas em que tem vantagens sobre a concorrência e, por conseguinte, aumentando a sua competitividade no mercado mundial.

Para lhe dar resposta, a Europa enfrenta grandes necessidades de investimento a longo prazo, na linha das prioridades da Estratégia «Europa 2020»¹, da atualização das ações da política industrial de 2012², da Iniciativa «União da Inovação»³ e do Mecanismo «Interligar a Europa»⁴. O investimento a longo prazo é a constituição de capital duradouro, abrangendo ativos corpóreos (como infraestruturas de energia, transportes e comunicações, instalações industriais e de serviços, habitação e tecnologias ligadas às alterações climáticas e àecoinovação) e incorpóreos (como a formação e a investigação e desenvolvimento) que impulsionam a inovação e a competitividade. Muitos destes investimentos trazem ainda benefícios adicionais, uma vez que geram rendimentos mais elevados para a sociedade no seu conjunto através do apoio a serviços essenciais e da melhoria dos padrões de vida. O seu impacto poderá começar a sentir-se no curto prazo. Permitem que as empresas e as administrações públicas produzam mais com menos recursos, dando resposta aos novos desafios económicos, sociais⁵ e ambientais, facilitando a transição para uma economia mais sustentável e aumentando a capacidade produtiva e industrial da economia. A evolução das alterações climáticas e o esgotamento dos recursos naturais vieram salientar ainda mais o desafio do crescimento sustentável, demonstrando a necessidade de um maior investimento a longo prazo em energias hipocarbónicas, na eficiência energética e de utilização dos recursos e nas infraestruturas, em consonância com os objetivos políticos de limitar o efeito das alterações climáticas a uma variação de dois graus centígrados e de se dissociar o crescimento económico da utilização de recursos.

Para financiar esses investimentos a longo prazo, as administrações públicas e as empresas, seja qual for o seu tamanho, precisam de ter acesso a um financiamento a longo prazo e que seja previsível. A capacidade da economia para disponibilizar este tipo de financiamento a longo prazo depende do sucesso do sistema financeiro na canalização eficaz e eficiente das poupanças das administrações públicas, das empresas e das famílias para os destinatários e fins mais apropriados, através de mercados abertos e competitivos. Esse processo pode envolver vários intermediários (p. ex.: bancos, seguradoras e fundos de pensões) ou um acesso direto aos mercados de capitais. O presente Livro Verde está centrado no funcionamento desses processos. Para haver investimento a longo prazo com um custo razoável, a economia terá antes de gerar e atrair poupança. As políticas públicas podem contribuir para esse fim assegurando a solidez das políticas orçamentais, sistemas fiscais eficientes e um ambiente favorável às empresas e que aumente a atratividade da economia para os investidores, nomeadamente estrangeiros.

¹ Ver http://ec.europa.eu/europe2020/index_pt.htm.

² Ver <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:PT:PDF>

³ Ver <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:PT:PDF>

⁴ Ver http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf

⁵ A Comunicação da Comissão intitulada «Investimento social a favor do crescimento e da coesão» (COM(2013) 83) salienta a necessidade de que os Estados-Membros aumentem o recurso a abordagens de financiamento mais inovadoras no setor social, nomeadamente mediante a participação do setor privado.

A existência de bons processos de financiamento a longo prazo é fundamental para apoiar as reformas económicas estruturais e para regressar ao crescimento económico a longo prazo. O financiamento a longo prazo é igualmente necessário ao longo de todo o ciclo de vida de uma empresa, contribuindo para a criação do negócio, permitindo-lhe crescer e depois apoiando esse crescimento. O financiamento a longo prazo apoia a evolução das empresas ao longo deste ciclo de vida. Implica o conhecimento e a disponibilidade de diferentes instrumentos e processos financeiros. O financiamento a longo prazo contribui também para o financiamento das exportações e, desse modo, para a melhoria da competitividade externa. A importância do financiamento a longo prazo para o crescimento e a criação de emprego foi reconhecida a nível internacional pelo G20⁶.

A crise financeira afetou a capacidade do setor financeiro da Europa para canalizar as poupanças em função das necessidades de investimento a longo prazo. Acima de tudo, a crise financeira e a precária situação macroeconómica que vivemos criaram um clima de incerteza e aversão ao risco, em particular nos Estados-Membros sob pressão financeira e para as PME. A crise financeira prejudicou a capacidade de concessão de empréstimos com prazos de reembolso mais alargados pelos bancos, que precisam de diminuir a sua alavancagem, corrigindo os erros do passado. Concomitantemente, a crise teve também um impacto negativo na confiança e apetência pelo risco dos potenciais mutuários e dos investidores institucionais.

Uma das principais lições da crise é que, para restabelecer a estabilidade financeira e a confiança nos mercados, será necessário assegurar uma regulação e supervisão adequadas do setor financeiro. No quadro de uma resposta política mais alargada, é conveniente assegurar que, no seu pormenor, o novo quadro de regulamentação e supervisão permita que o setor financeiro apoie a economia real da forma mais eficaz possível, sem pôr em causa a estabilidade financeira.

Em termos de perspetivas pós-crise financeira, uma questão que assumirá importância é saber se a forte dependência da intermediação bancária que caracterizou historicamente a Europa no domínio do financiamento a longo prazo irá dar lugar a um sistema mais diversificado, com um aumento significativo do financiamento direto junto dos mercados de capitais e do envolvimento dos investidores institucionais e dos mercados financeiros alternativos. Não há dúvida de que, tendo em conta as suas competências no domínio da gestão dos riscos, o conhecimento local e as relações que estabeleceram com as empresas, os bancos continuarão a ser importantes parceiros na canalização dos investimentos a longo prazo. No entanto, não se sabe ao certo até que ponto os bancos comerciais voltarão à sua prática que consistia em conservar os ativos a longo prazo até ao final do respetivo prazo de vencimento.

A diminuição do papel dos bancos no crédito a longo prazo resultará em novas necessidades e oportunidades para que outros tipos de instituições financeiras e mecanismos de intermediação do mercado possam canalizar financiamentos para o investimento a longo prazo. No entanto, as possibilidades dos investidores institucionais e dos mercados preencherem esta lacuna dependerá de diversos fatores. Para além de uma correta calibração do quadro de regulamentação prudencial, muitas são as vozes que afirmam que os princípios contabilísticos, a forma como são feitas as avaliações do valor e o comportamento dos gestores de ativos geram custos adicionais e incentivos mal orientados. Por outro lado, os mercados europeus de obrigações, de capitais próprios e de titularização continuam a estar relativamente subdesenvolvidos em comparação com outras economias, com o financiamento alternativo ao setor bancário a revelar-se praticamente inacessível às PME.

⁶ Ver <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

A disponibilização de canais de intermediação concretos e eficientes para o financiamento a longo prazo é uma tarefa complexa e pluridimensional. O objetivo do presente Livro Verde é lançar um amplo debate sobre as formas de aumentar a disponibilidade de financiamento a longo prazo e de melhorar e diversificar o sistema de intermediação financeira para os investimentos a longo prazo na Europa. Como demonstram as questões colocadas no quadro da consulta, a discussão deverá contemplar as especificidades dos diferentes atores dos mercados financeiros e também questões relacionadas com um conjunto muito diverso de condicionantes para um bom funcionamento do sistema. As respostas às questões colocadas na consulta contribuirão para uma melhor avaliação pela Comissão dos obstáculos ao financiamento a longo prazo, tendo em vista identificar eventuais ações políticas para os ultrapassar. O eventual seguimento que lhe será dado poderá revestir várias formas: em certas áreas poderá ser necessário, por exemplo, adotar nova regulamentação ou alterar a regulamentação existente, enquanto noutras o papel da UE poderá limitar-se a encorajar uma maior coordenação e a promoção das melhores práticas, ou assumir a forma de um acompanhamento específico de determinados Estados-Membros no contexto do Semestre Europeu. O presente Livro Verde é acompanhado de um documento de trabalho dos serviços da Comissão que define a análise subjacente de forma mais pormenorizada.

2. DISPONIBILIZAÇÃO DE FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO E CARACTERÍSTICAS DOS INVESTIMENTOS A LONGO PRAZO

A capacidade de uma economia para o financiamento dos investimentos a longo prazo depende do seu poder de geração de poupança e de atração e retenção dos investimentos diretos estrangeiros (IDE).

Diferentes prestadores, incluindo as administrações públicas, as empresas e as famílias, podem atuar como fontes de financiamento a longo prazo. As administrações públicas e as empresas procuram também obter financiamento a longo prazo. Na Europa, os rácios de investimento ou de poupança em relação ao PIB andam ambos perto dos 20%, situação que é favorável em comparação com outras regiões. Contudo, esta imagem global oculta o facto de os investimentos privados em 2011 terem chegado a níveis bastante inferiores a 2007 e de esta diminuição ter sido quatro vezes superior à diminuição do PIB real durante o mesmo período⁷. Tanto os aforradores como os investidores enfrentam atualmente elevados graus de incerteza, de aversão ao risco e de falta de confiança em resultado da precariedade da situação e das perspetivas macroeconómicas. Esta situação poderá vir a ter efeitos duradouros, criando mais barreiras permanentes à disponibilização de financiamento a longo prazo e afetando a procura:

- **Administrações públicas:** os recursos públicos, provenientes da tributação e da dívida pública, desempenham um papel vital no financiamento dos investimentos a longo prazo, tendo em conta as externalidades positivas muitas vezes associada aos investimentos do Estado e a sua complementaridade com o investimento privado. As administrações públicas desempenham e continuarão a desempenhar um papel fundamental na disponibilização de bens e infraestruturas públicos, mas o aumento da eficiência dos investimentos através de uma análise custo-benefício mais sistemática e de um seguimento cuidado dos projetos tem constituído desde sempre um grande desafio. Por outro lado, os recursos públicos, na forma de subvenções ou empréstimos, são utilizados em apoio do investimento privado a longo prazo em setores onde as insuficiências do mercado impedem que se atinjam níveis ótimos de

⁷ Ver McKinsey Global Institute (2012).

financiamento e/ou investimento privado. Nessas áreas, os recursos públicos não deverão substituir o financiamento privado, mas poderão potenciar esse investimento e ajudar a gerir os riscos que lhe estão associados;

- **Empresas:** As empresas financiam os seus investimentos através de recursos próprios ou recorrendo ao sistema financeiro. A baixa da procura e a incerteza dos mercados afetaram o rendimento das empresas. Ao mesmo tempo, o investimento das empresas tem vindo sempre a diminuir, o que resulta, em alguns Estados-Membros, no aumento das poupanças internas, em especial pelas grandes empresas – estima-se que as posições em dinheiro e equivalentes das grandes empresas tenham aumentado cerca de quatro pontos percentuais entre 2009 e 2011⁸. Contudo, muitas PME sofrem continuamente de uma escassez de liquidez;
- **Famílias:** As famílias são a principal fonte de fundos para financiamento dos investimentos. Contudo, as poupanças a curto prazo são o seu instrumento favorito. Durante o período 2000-2010, por exemplo, as famílias reduziram as suas participações no capital das empresas em oito pontos percentuais, em proporção dos ativos financeiros⁹. As famílias preferem, regras geral, dispor de liquidez e da possibilidade de poderem mobilizar rapidamente os seus depósitos. A estabilidade é preferida e a aversão ao risco é a norma. Assim sendo, é necessário mobilizar mais poupanças a longo prazo; e
- **Financiamento externo:** o IDE é tradicionalmente outra das fontes de financiamento para os projetos a longo prazo. Apesar da crise, os fluxos de IDE para a UE recuperaram em 2011, após o acentuado declínio observado nos anos mais recentes. Os fluxos de IDE para a UE ascenderam a 242 mil milhões de € em 2011, o que representa um crescimento de 13% em relação aos níveis de 2010. No interior da UE, constatam-se importantes disparidades entre os países.

As perspetivas de crescimento a longo prazo de qualquer economia dependem, nomeadamente, da forma como o setor financeiro conseguir canalizar as referidas fontes de poupança para o **investimento produtivo**. O presente Livro Verde analisa os investimentos a longo prazo na perspetiva da constituição de capital corpóreo e incorpóreo de longa duração. Está centrado, portanto, no capital produtivo (por oposição a «financeiro»), numa conceção semelhante à das contas nacionais, em que o investimento é especificado em termos de formação bruta de capital fixo. A formação de capital produtivo foi profundamente afetada pela crise financeira e os níveis de investimento são ainda inferiores aos níveis anteriores à crise em muitos países da UE. O investimento em capital produtivo, tanto em relação com ativos corpóreos como incorpóreos, é essencial para transformar a economia da UE e constituirá uma pedra angular de qualquer estratégia de crescimento a longo prazo.

A tónica é colocada nos bens de capital de longa duração (como infraestruturas económicas e sociais, construção e I&D, educação e inovação), o que não quer dizer que esses mesmos bens sejam mais importantes para o crescimento do que os bens de curto prazo (como computadores, telemóveis e veículos). Pelo contrário, os volumes de investimento em bens de equipamento com curto ciclo de vida são fortemente pró-cíclicos. Atualmente esses volumes estão a diminuir devido às más perspetivas macroeconómicas na Europa, embora se espere

⁸ Com base num inquérito à evolução da caixa e equivalentes de caixa em 170 grandes empresas europeias exteriores ao setor financeiro notadas pela Fitch.

⁹ Ver McKinsey Global Institute (2011).

que venham a recuperar logo que a económica voltar a crescer. O mesmo se poderá dizer de outras despesas das empresas do setor produtivo, como os custos de pessoal (contratação) ou as aquisições de produtos intermédios.

A situação é muito diferente no que respeita aos bens de capital de longa duração, que se caracterizam por longos períodos de investimento/construção e exigem **financiamento a longo prazo**, uma vez que os fluxos de caixa que geram o retorno do investimento só começam a surgir após um período considerável. Uma vez que parte significativa dos volumes de capital produtivo a longo prazo consiste em infraestruturas públicas, este tipo de capital tem desempenhado tradicionalmente um papel estabilizador para a economia – que depende da capacidade das administrações públicas para disponibilizar investimento público de forma anticíclica, e da confiança do setor financeiro, quando fornece os fundos para investimento, em que a economia estará a funcionar em pleno no final do período de construção.

Não existe uma definição única e universalmente aceite de financiamento a longo prazo. Em termos gerais, o financiamento a longo prazo pode ser considerado como o processo pelo qual o sistema financeiro fornece financiamento para pagar investimentos que se estendem por muito tempo. Esta definição está centrada nas características associadas ao financiamento a longo prazo¹⁰. Em alternativa, os trabalhos em curso a nível internacional sob os auspícios do G20 em relação ao investimento a longo prazo definem o mesmo num âmbito mais restrito, fundamentalmente centrado nos financiamentos com prazo de vencimento superior a cinco anos e incluindo as fontes de financiamento sem prazo de vencimento definido (p. ex.: títulos representativos de capital).

Perguntas:

1) Concorda com a análise acima apresentada em relação à disponibilização e às características do financiamento a longo prazo?

2) Tem opinião sobre a definição mais adequada de financiamento a longo prazo?

3. MELHORAR O FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO DA ECONOMIA EUROPEIA

Tal como para todos os tipos de financiamento, a capacidade da economia para financiar o investimento a longo prazo depende da forma como o sistema financeiro conseguir canalizar de forma eficaz e eficiente estes fundos para os utilizadores e os investimentos mais apropriados através de mercados abertos e competitivos. Esse processo pode envolver vários intermediários – incluindo bancos, seguradoras e fundos de pensões – ou um acesso direto aos mercados financeiros. Contudo, uma série de fatores impede que o seu desempenho seja totalmente eficaz em matéria de financiamento a longo prazo. Alguns desses fatores levarão mais tempo a resolver do que outros.

Uma das principais lições da crise é que, para restabelecer a estabilidade financeira e a confiança nos mercados, será necessário assegurar uma regulação e supervisão adequadas do setor financeiro. A UE tem vindo a aplicar um programa abrangente de reformas financeiras nesse contexto, em complemento de uma reforma económica e orçamental mais alargada. A estabilidade financeira é essencial mas, por si só, insuficiente. Como parte de uma resposta política mais abrangente, os pormenores do novo quadro regulamentar e de supervisão

¹⁰ Estas características incluem as características do investidor, a natureza do ativo, o tipo de intermediação financeira e a avaliação e determinação do preço dos ativos. Para mais pormenores, ver o documento de trabalho dos serviços da Comissão que acompanha o presente Livro Verde.

deverão, nomeadamente na área da tributação, incentivar e criar condições para que o setor financeiro possa apoiar efetivamente a economia real sem pôr em causa a estabilidade financeira.

Tanto as autoridades públicas como os operadores do mercado partilham responsabilidades pela criação desse tipo de ambiente, pela reposição da confiança e da segurança e pelo reforço da atratividade global da Europa enquanto destino do investimento mundial. Com base nesses elementos, as medidas de reforço do financiamento da economia europeia a longo prazo deverão abranger um vasto leque de fatores interligados:

- **Capacidade das instituições financeiras para canalizar os financiamentos a longo prazo;**
- **Eficácia e eficiência dos mercados financeiros em termos de oferta de instrumentos de financiamento a longo prazo;**
- **Fatores transversais que possibilitem as poupanças e financiamento a longo prazo; e**
- **Facilidade com que as PME conseguem aceder a financiamentos junto dos setores bancário e não-bancário.**

3.1. Capacidade das instituições financeiras para canalizar os financiamentos a longo prazo

Bancos comerciais

Os bancos são tradicionalmente os intermediários financeiros mais importantes na Europa. O setor bancário apresenta na UE uma importância maior do que acontece noutras paragens, em especial nos EUA, refletindo uma maior dependência da Europa em relação à intermediação bancária. No futuro, esta situação trará desafios em matéria de financiamento a longo prazo.

A crise veio salientar os riscos associados à utilização excessiva da alavancagem e da transformação dos prazos de vencimento. Juntamente com uma quebra da procura nalguns países em recessão, esta situação resultou na desalavancagem levada a cabo por muitos bancos, que contribuiu particularmente para a atual escassez de financiamento a longo prazo¹¹. Mesmo quando este processo de desalavancagem estiver concluído, a alteração da forma como é calculado o preço do risco na sequência da crise irá aumentar o custo do capital. Os custos associados aos instrumentos de gestão de crises nos bancos poderão também aumentar o custo do capital, embora os efeitos positivos do estabelecimento de um setor bancário mais passível de resolução sejam extremamente benéficos para a sociedade e para a economia. As interligações entre as entidades bancárias e soberanas e a regulamentação mais estrita resultaram também num aumento da concentração das atividades bancárias nos mercados nacionais, conduzindo a uma redução do financiamento transfronteiras e à fragmentação do mercado único, o que reduz ainda mais a disponibilidade de financiamento e aumenta o custo do capital, em especial nos países que se encontram sob maior pressão.

¹¹ Por exemplo, o inquérito do BCE sobre o crédito bancário, de outubro de 2012, indicou que o reforço das normas aplicáveis à concessão de crédito pelos bancos da zona euro no que respeita aos empréstimos e linhas de crédito a empresas atingiu 15% em termos líquidos, em comparação com 10% no segundo trimestre de 2012. Do mesmo modo, o volume de novos empréstimos a longo prazo diminuiu acentuadamente no primeiro semestre de 2012 e o volume que representam tem vindo a revelar uma tendência significativa e rapidamente decrescente.

Para o futuro, as **regras prudenciais europeias comuns aplicáveis aos bancos** visam, evitar que os excessos do passado se reproduzam, aumentar a capacidade de resistência dos bancos ao risco e inculcar confiança no mercado, e elaborar um conjunto único de regras para proteger a integridade do mercado único. Na perspectiva do financiamento a longo prazo, a regulamentação prudencial deverá abordar os riscos enfrentados pelos bancos quando utilizam os depósitos a curto prazo para financiar empréstimos a longo prazo. Daí não decorre necessariamente que as regras que limitam a capacidade dos bancos para utilização dos financiamentos a curto prazo desta forma se venham a traduzir numa redução do crédito para a economia real. Todavia, o potencial arbítrio entre a limitação da criação de liquidez para assegurar a estabilidade e a concessão de financiamento a longo prazo para a economia real explica a necessidade de aplicar as regras com uma calibração adequada e de forma progressiva. As recentes propostas do Comité de Basileia no que respeita aos requisitos de liquidez visam reforçar a capacidade de resistência dos bancos, assegurando ao mesmo tempo que as restrições à transformação dos prazos de vencimento não tenham consequências indesejadas. A Comissão propôs um período de seguimento das medidas, bem como uma revisão da calibração dos parâmetros aplicáveis no cálculo dos requisitos de liquidez¹².

Outra consequência da crise que poderá afetar a capacidade dos bancos para canalizar o financiamento a longo prazo é o crescente debate sobre se será ou não necessário aplicar reformas adicionais diretamente orientadas para a estrutura dos mesmos, tendo em vista reduzir ainda mais a probabilidade e o impacto das situações de colapso, garantir a continuação das funções económicas vitais e proteger melhor os clientes vulneráveis. O recente relatório do grupo de peritos de alto nível sobre a **reforma estrutural do setor bancário da UE** documenta a forma como o comportamento dos bancos ao longo das últimas décadas conduziu a um aumento das operações entre entidades do setor financeiro, por oposição àquelas que envolvem clientes, nomeadamente no quadro do financiamento das empresas a longo prazo. O grupo recomendou que as práticas de negociação de maior risco fossem limitadas e separadas das restantes atividades. A Comissão está atualmente a refletir sobre a forma de dar seguimento a esse relatório.

Os bancos não irão, como é evidente, desaparecer da cadeia de intermediação na Europa. As suas competências em matéria de avaliação do risco de crédito, o seu conhecimento local e o seu relacionamento com as empresas implicam que os bancos continuarão e precisarão de continuar a ser intervenientes importantes. Contudo, e perante a evolução da situação desde a crise do setor bancário, existem novas necessidades e oportunidades para que outros intermediários venham complementar o papel dos bancos, canalizando o financiamento para investimentos a longo prazo de forma mais equilibrada.

Pergunta:

3) Tendo em conta a natureza evolutiva do setor bancário, qual será o papel dos bancos, no futuro, em matéria de canalização do financiamento para investimentos a longo prazo?

Bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais e incentivos financeiros

Os bancos de desenvolvimento ativos tanto a nível internacional como nacional deverão desempenhar um papel de apoio à catalisação do financiamento a longo prazo e aumentar a eficiência e a eficácia dos mercados e instrumentos financeiros. Apesar das contribuições líquidas positivas de certos investimentos para o bem-estar económico, as insuficiências do mercado poderão nalguns casos impedir que os investidores aceitem certos riscos e/ou cheguem a certas decisões de investimento. Nestes casos, os bancos de desenvolvimento

¹² Ver http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

nacionais e multilaterais poderão ser úteis para estimular o financiamento privado, tendo em conta os seus objetivos específicos de política pública, em que o valor acrescentado é encarado num sentido mais lato, isto é, económico, social e ambiental, e não puramente financeiro. Desde que se concentrem nos casos em que existe demonstradamente uma insuficiência do mercado, a sua participação poderá desempenhar um importante papel anticíclico, nomeadamente reduzindo a volatilidade dos custos de financiamento para determinadas categorias de investidores e limitando a visão a curto prazo por parte dos intervenientes do setor privado. Importa aqui notar que a governação dos bancos de desenvolvimento deverá assegurar que estes não utilizem a sua posição vantajosa, dada a sua maior facilidade de mobilização de financiamento, para excluírem do mercado o financiamento privado. Deverão, isso sim, procurar catalisar o financiamento privado nas áreas em que este não surja com facilidade.

A intervenção pública pode ser assegurada, direta ou indiretamente, pela oferta ou contribuição para um leque de produtos de financiamento, incluindo a partilha e/ou garantia dos riscos¹³, bem como pela ligação dos intermediários financeiros em redes apropriadas¹⁴. Ao abrigo do atual orçamento da UE, diversos instrumentos financeiros a nível da UE¹⁵, muitos dos quais são geridos conjuntamente pela Comissão, pelo Banco Europeu de Investimento (BEI) e pelo Fundo Europeu de Investimento (FEI), ou em parceria com os Estados-Membros, visam especificamente colmatar determinadas lacunas do mercado e facilitar o acesso ao financiamento, nomeadamente a mais longo prazo¹⁶. Para o futuro, o quadro financeiro plurianual (QFP) da UE prevê uma maior utilização desses instrumentos financeiros, que poderão desempenhar um papel importante no reforço do impacto das despesas da UE, aumentando a respetiva alavancagem e catalisando o financiamento privado a longo prazo. Em especial, a maior parte do QFP, incluindo todos os instrumentos estruturais da UE, poderão vir a ser utilizados em instrumentos financeiros. A sua eficácia dependerá da estreita ligação em rede e cooperação entre a Comissão, o Grupo do BEI e os Estados-Membros.

¹³ Os «produtos de transição» são instrumentos que podem atenuar a aversão ao risco por parte dos investidores ou das instituições financeiras. Podem incluir, por exemplo, instrumentos de melhoria do risco de crédito como a cobertura das primeiras perdas ou fundos de financiamento intercalar (mezzanine) ou linhas de crédito especializadas na fase de lançamento de novos projetos ou em projetos de demonstração em grande escala, com financiamento do setor público a par do setor privado.

¹⁴ Por exemplo, através do Long-Term Investors Club, ver <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Participações e capital de risco, garantias ou outros instrumentos de partilha dos riscos apoiados pelo orçamento central ou pelo orçamento dos Fundos Estruturais da UE. Para mais pormenores, ver a Comunicação da Comissão intitulada «Um quadro para a próxima geração de instrumentos financeiros inovadores - plataformas dos instrumentos de capital e de dívida da UE» (COM(2011) 662).

¹⁶ Por exemplo, a iniciativa Project Bond e os instrumentos que permitem utilizar recursos dos Fundos Estruturais e dos Fundos de Investimento para financiamento da dívida, de instrumentos intercalares do tipo mezzanine ou de capitais próprios para as PME, municípios e projetos de infraestruturas. Em 2011, a Comissão propôs um pacote relativo às infraestruturas, composto por um novo instrumento orçamental, o Mecanismo Interligar a Europa, bem como orientações revistas para os transportes, a energia e as TIC e ainda um Programa para a Competitividade das Empresas e PME (COSME). A Comissão e o BEI criaram duas linhas de crédito para financiar a partilha de riscos, nomeadamente o Mecanismo de Financiamento da Partilha de Riscos (MFPR), destinado às empresas com atividade intensiva de investigação e às empresas inovadoras, e o Instrumento de Garantia de Empréstimos para as RTE-Transportes (LGTT), destinado a projetos de transportes. Ao abrigo dos Fundos Estruturais para o período 2007-2013, pelo menos €10 700 milhões de € foram investidos até à data pela UE em instrumentos de engenharia financeira, principalmente pelo FEDER e com vista a assegurar o acesso das PME ao financiamento. Esses fundos serão reinvestidos a longo prazo em benefício da economia europeia.

É igualmente importante que a intervenção pública não contribua para a fragmentação do mercado único. A coordenação, avaliação e prestação de contas entre o nível nacional e o nível da UE pode ajudar a evitar esta situação, reforçando o valor acrescentado de uma abordagem europeia. Uma cooperação mais estreita entre os bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais, sob a égide da Comissão e do BEI, poderia proporcionar um meio para essa coordenação, nomeadamente apoiando a criação de agrupamentos europeus de interesse económico para o financiamento de projetos transfronteiras. Deverá igualmente considerar-se o impacto dos fundos soberanos estrangeiros, bem como a possibilidade de reforçar ou criar os seus equivalentes europeus.

Perguntas:

4) Qual será a melhor forma de os bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais apoiarem o financiamento do investimento a longo prazo? Haverá margem para uma maior coordenação entre esses bancos na procura da realização dos objetivos políticos da UE? Qual será a melhor forma de utilizar os instrumentos financeiros previstos no orçamento da UE em apoio do financiamento a longo prazo para um crescimento sustentável?

5) Existem outros instrumentos e quadros de política pública que possam apoiar o financiamento do investimento a longo prazo?

Investidores institucionais

Dados os horizontes temporais mais longos dos seus modelos empresariais, os investidores institucionais – como companhias de seguros de vida, fundos de pensões, fundos mutualistas e fundações – podem ser fornecedores de financiamento a longo prazo. Em conjunto, detêm um total estimado em cerca de 13.8 biliões de € em ativos, valor que é superior ao PIB da UE¹⁷. Outros investidores institucionais – como os fundos soberanos, fundos de infraestruturas e, em certa medida, os fundos de participações privadas – também surgiram como fornecedores de capital a longo prazo. O capital de risco pode também contribuir para esse financiamento.

A longa duração dos seus passivos permite que os investidores institucionais, pelo menos em princípio, adquiram e conservem investimentos em ativos produtivos a longo prazo, obtendo rendimentos mais elevados para compensar o risco a longo prazo e a reduzida liquidez inerente a muitos desses ativos. Os horizontes temporais mais longos permitem aos investidores institucionais comportar-se de forma paciente e anticíclica, limitando a «visão a curto prazo» e reduzindo a necessidade de transformação dos prazos de vencimento. A necessidade de diversificação e a busca de rendimento, num contexto de baixas taxas de juro, levaram à sua expansão para o financiamento a longo prazo, afetando partes significativas das suas carteiras para instrumentos de longo prazo como capitais próprios, participações privadas e outros ativos ilíquidos (a título de exemplo, certos fundos de pensões têm vindo, ao longo dos últimos anos, a investir diretamente em projetos de energias renováveis em grande escala).

Perante este pano de fundo, e como acontece com os bancos, os investidores institucionais são obrigados a cumprir uma série de regulamentos prudenciais e as normas de contabilidade. A nova regulamentação prudencial das **empresas de seguros** (Diretiva Solvência II)¹⁸ exige que detenham ativos suficientes para a cobertura da natureza e duração das suas responsabilidades; a detenção de investimentos a longo prazo é coerente com as funções

¹⁷ Ver Fitch 2011 e EFAMA (2012).

¹⁸ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

sociais destas empresas. A Diretiva Solvência II visa introduzir um regime económico harmonizado e baseado no risco e determina que seja atribuído aos ativos um valor económico de forma coerente com o que se passa no mercado. O impacto das novas regras prudenciais sobre a capacidade de financiamento a longo prazo das seguradoras dependerá, em parte, da sua situação de partida e da forma exata como vierem a ser tratados os ativos a longo prazo. O debate incidiu sobre o modo de garantir que os encargos associados à conservação de um determinado capital regulamentar não se tornem excessivamente pesados no caso dos ativos a longo prazo, e também assegurar que não haja uma redução dos incentivos positivos do enquadramento Solvência II no sentido de recompensar a equilibragem dos passivos a longo prazo através de investimentos equivalentes também a longo prazo.

Neste contexto, os serviços da Comissão solicitaram à Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) uma análise para determinar se a calibração pormenorizada dos requisitos de fundos próprios para investimentos em determinados ativos ao abrigo do regime Solvência II (incluindo o financiamento de infraestruturas e a emissão de obrigações para financiamento de projetos (*project bonds*), o financiamento das PME, a titularização da dívida, etc.) deve ser ajustada para garantir que não existam obstáculos ao financiamento a longo prazo, sem criar riscos prudenciais adicionais. A Comissão, o Conselho e o Parlamento discutiram também medidas tendentes a facilitar a oferta de produtos seguradores com garantias a longo prazo e de investimentos a longo prazo nos termos da Diretiva Solvência II. A EIOPA irá avaliar essas medidas até junho de 2013. Com base nas conclusões técnicas, a Comissão apresentará um relatório sobre as medidas apropriadas que poderiam ser incluídos na Diretiva Solvência II ou nos atos delegados relacionados.

É necessário que os fundos de pensões administrem os seus próprios riscos por forma a gerar o nível necessário de rendimento anual para os beneficiários. As regras aplicáveis ao capital dos fundos de pensões variam de Estado-Membro para Estado-Membro e são diferentes das aplicáveis às seguradoras, tendo em conta as diferenças ao nível dos riscos associados aos fundos de pensões de reforma e dos recursos de financiamento a que estes podem aceder. A Comissão tenciona voltar a analisar a diretiva relativa às instituições de realização de planos de pensões profissionais (Diretiva IRPPP)¹⁹. Essa análise terá nomeadamente como objetivo reforçar a proteção dos membros desses regimes e facilitar a atividade transfronteiras neste domínio. Será importante assegurar que as novas regras prudenciais para os regimes de pensões profissionais não desencorajem o financiamento sustentável a longo prazo. A análise da Diretiva IRPPP deverá, por conseguinte, ter em conta o seu potencial impacto sobre o financiamento a longo prazo e o crescimento económico.

No entanto, e para além das regras prudenciais, diversos outros fatores estruturais afetam as possibilidades dos investidores institucionais para desempenhar um papel no financiamento a longo prazo. O abrandamento económico terá provavelmente um impacto duradouro nas estratégias de afetação dos ativos a longo prazo pelos investidores institucionais, promovendo estratégias de investimento mais prudentes. Por exemplo, a exposição média dos investidores institucionais a ativos do setor das infraestruturas continua a ser baixa, quando comparada tanto com os bens imobiliários como com as reais necessidades de investimento em infraestruturas. Em termos de gestão e diversificação dos riscos, os investidores institucionais poderão reear a grande escala dos projetos de investimento a longo prazo. As funções de gestão de ativos dos investidores institucionais não-bancários poderão igualmente ter pouca experiência no tratamento de ativos mais ilíquidos, que até aqui eram muitas vezes geridos

¹⁹ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm.

por seguradoras especializadas (*monoline*) na garantia desse tipo de ativos. Ao longo do tempo, isto significa que alguns investidores se poderão ver na necessidade de alargar as suas competências atuais em apoio das suas decisões de investimento.

Por conseguinte, parece haver margem para ter em conta iniciativas destinadas a reunir recursos financeiros²⁰ e a estruturar pacotes de financiamento de acordo com as diversas fases de risco. O diálogo entre os investidores e as empresas não-financeiras, bem como a divulgação das boas práticas e casos de estudo, poderão ajudar a alcançar este objetivo²¹. A Comissão comprometeu-se também²² a apresentar propostas sobre as possíveis formas de **fundos de investimento a longo prazo** (FILP). As primeiras indicações recolhidas junto das partes interessadas sugerem que um novo mecanismo para os FILP poderá facilitar a mobilização de capitais em toda a União. Poderá ainda ajudar a que os investidores institucionais de média ou grande dimensão invistam, por exemplo, numa vasta gama de projetos de infraestruturas. O FILP ajudará os investidores institucionais na diversificação e repartição dos riscos. Além disso, os gestores dos FILP poderão ainda trazer novas perspetivas sobre a forma de examinar as operações subjacentes ou de selecionar e gerir os projetos de infraestruturas a longo prazo.

Perguntas:

6) *Em que medida e de que modo podem os investidores institucionais desempenhar um papel mais importante no quadro em mutação do financiamento a longo prazo?*

7) *Como poderão os objetivos de supervisão e a vontade de melhor apoiar o financiamento a longo prazo ser equilibrados em termos da conceção e aplicação das regras prudenciais aplicáveis respetivamente às seguradoras, empresas de resseguros e fundos de pensões, incluindo as instituições de realização de planos de pensões profissionais?*

8) *Quais são os entraves à criação de mecanismos de investimento conjunto? Poderão ser desenvolvidas plataformas desse tipo a nível da UE?*

9) *Que outras opções e instrumentos poderiam ser considerados para reforçar as capacidades dos bancos e investidores institucionais na canalização do financiamento a longo prazo?*

Efeitos combinados da reforma regulamentar sobre as instituições financeiras

A UE tem vindo a aplicar um programa abrangente de reformas financeiras. Na análise de todas as alterações já aprovadas ou planeadas da regulamentação prudencial aplicável aos diferentes atores financeiros (bancos, seguradoras, gestores de planos de reforma, etc.), é importante determinar se o impacto cumulativo sobre a formação macroeconómica de capital a longo prazo poderá ser superior à simples soma dos efeitos de cada reforma. Por exemplo, se os bancos reduzirem a sua exposição a ativos reais de longo prazo, em consequência do aumento dos requisitos de liquidez, os investidores institucionais com passivos a longo prazo poderiam preencher essa lacuna, desde que o quadro regulamentar evite uma dependência excessiva da

²⁰ Os exemplos incluem o sistema a proposta Pension Infrastructure Platform, no Reino Unido, e as ideias para um fundo comum de investimento em participações privadas e infraestruturas que reunirá alguns fundos de pensões numa base regional.

²¹ Foi criada, por exemplo, uma mesa redonda para discutir as finanças com vista a identificar oportunidades para o desenvolvimento de instrumentos financeiros inovadores em apoio da eficiência na utilização dos recursos.

²² Ver http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_pt.htm.

volatilidade a curto prazo. No entanto, a introdução simultânea de requisitos de liquidez aplicáveis a todos os atores dos mercados financeiros poderá desencorajar os investimentos em ativos menos líquidos e, por conseguinte, bloquear vários canais possíveis de financiamento dos investimentos a longo prazo ao mesmo tempo.

Essa possibilidade exige um acompanhamento atento dos eventuais efeitos cumulativos das reformas de caráter prudencial. As entidades reguladoras internacionais, como o Conselho de Estabilidade Financeira e o Grupo dos Ministros das Finanças e dos Bancos Centrais do G20, estão já a analisar a questão. O desafio consiste em alcançar os objetivos regulamentares de maior estabilidade macrofinanceira e de convergência regulamentar a nível global de uma forma que evite quaisquer incentivos negativos ao financiamento do investimento produtivo a longo prazo.

Pergunta:

10) Existe algum impacto cumulativo das reformas prudenciais atuais e previstas sobre o nível e o caráter cíclico dos investimentos globais a longo prazo, e até que ponto esse impacto é significativo? Qual será a melhor forma de lidar com quaisquer desses impactos?

3.2. Eficácia e eficiência dos mercados financeiros em termos de oferta de instrumentos de financiamento a longo prazo

Juntamente com os investidores institucionais, a existência de mercados de capitais e de infraestruturas que funcionem bem e atinjam uma dimensão suficiente será necessária para proporcionar uma vasta gama de instrumentos que permitam canalizar o financiamento a longo prazo.

Os mercados obrigacionistas europeus desenvolveram-se fortemente durante as últimas décadas²³. No entanto, as obrigações de empresas não-financeiras na Europa continuam a representar apenas 15% da dívida das empresas, nível esse que continua a ser inferior ao que se verifica noutras economias. Na prática, só as grandes empresas têm acesso aos mercados obrigacionistas europeus, enquanto a maioria das PME e empresas de média capitalização dificilmente conseguem aceder aos mesmos. Os mercados europeus de titularização estão também subdesenvolvidos em comparação com outras partes do mundo, o que limita ainda mais a gama disponível de instrumentos de financiamento a longo prazo.

A Comissão propôs reformas para melhorar a estrutura do mercado através da criação de novas plataformas de negociação; do aumento da transparência e da eficiência da informação; do reforço dos requisitos de redução das atividades de negociação a curto prazo e especulativas; e de uma melhor proteção dos investidores²⁴. Terá de se verificar em que medida estas reformas conseguem garantir que os mercados de capitais canalizam o financiamento a longo prazo tão eficazmente quanto possível. Poderão vir a ser necessários esforços suplementares.

²³ Por exemplo, o valor agregado dos títulos de dívida emitidos por sociedades não-financeiras da área do euro ascendeu, em julho de 2012, a 940 000 milhões de €, contra cerca de 652 000 milhões de € no início de 2008 (Fonte: ECB).

²⁴ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

Os **mercados de obrigações cobertas** (*covered bonds*)²⁵ revelaram-se relativamente resistentes durante a crise. No entanto, os mercados estão fragmentados em função das fronteiras nacionais, e é necessária uma análise mais aprofundada para tentar determinar se e em que medida uma maior harmonização poderá impulsionar a utilização de obrigações cobertas, em conformidade com as recentes iniciativas lideradas pelo mercado e tendo simultaneamente em devida conta as preocupações ligadas ao potencial aumento do ónus desses ativos sobre os balanços dos bancos.

A reformulação dos **mercados de titularização** poderá igualmente ajudar a materializar fontes adicionais de financiamento a longo prazo. Sob reserva de uma fiscalização adequada e da transparência dos dados, poderão contribuir para que as instituições financeiras libertem capitais que poderão ser mobilizados para empréstimos adicionais, gerindo simultaneamente os respetivos riscos. As iniciativas do mercado destinadas a estimular os mercados de titularização incluem a criação de rótulos para garantir que as operações de titularização apresentam elevada qualidade, transparência e grau de normalização. Há margem para desenvolver produtos de titularização simples, com base em estruturas claras e não alavancadas e ativos subjacentes bem escolhidos, diversificados e de baixo risco. Entre os temas mais importantes a considerar conta-se a eventual criação de mercados especificamente dedicados às PME, com regras prudenciais e supervisão adequadas. Deve continuar a ser examinada a possibilidade de criar produtos associados a setores específicos.

A UE nunca teve, no seu todo, um verdadeiro **projeto de mercado europeu de obrigações para financiamento de projetos**²⁶. A Comissão, juntamente com o BEI, começou a abordar esta questão através da iniciativa *Project Bond*, uma solução na esfera dos mercados financeiros para resolver as imperfeições do mercado e a questão da solvabilidade. A iniciativa pretende demonstrar a viabilidade do financiamento obrigacionista de projetos de infraestruturas e, em última análise, criar um mercado de obrigações para financiamento de projetos com liquidez. Embora ainda em pequena escala, outros atores do mercado estão também a desenvolver diversas plataformas, produtos e instrumentos de investimento para estimular os mercados de obrigações para financiamento de projetos. Há mérito em refletir sobre a forma de promover uma maior utilização dessas obrigações, tendo igualmente em conta a prevista avaliação intercalar da iniciativa²⁷.

Muitos sustentam também que a economia, as empresas e os projetos de investimento carecem de **maior capitalização** e não de mais dívida. Os capitais próprios podem ser um melhor instrumento de financiamento para os investimentos a longo prazo, de alto risco, bem como para os investimentos que envolvam assimetrias de informação e riscos morais significativos. Desde a crise, a incerteza macroeconómica e a baixa das taxas de poderão ter afetado a procura de capitais próprios a longo prazo pelas empresas, bem como a sua apetência pelo risco. Em vez disso, os investidores têm procurado refúgio em instrumentos de dívida pública com forte solvabilidade. Paralelamente, as janelas de mercado para as OPI são

²⁵ As obrigações cobertas são títulos garantidos por pacotes de hipotecas que permanecem no balanço do emitente, por oposição aos títulos garantidos por créditos hipotecários, em que os ativos são retirados do balanço.

²⁶ As obrigações para financiamento de projetos são emissões de dívida privada por uma empresa de projetos especificamente destinadas a financiar um determinado projeto com meios extrapatrimoniais.

²⁷ A análise poderá incluir: a) a normalização e rotulagem das obrigações para financiamento de projetos emitidas por empresas de projeto da UE; b) a eventual necessidade de um quadro regulamentar específico; e c) a análise da necessidade e mérito de um esforço no sentido da criação de um mercado de obrigações para o financiamento de projetos (p. ex.: através de uma plataforma de negociação). Do mesmo modo, as obrigações para o financiamento de projetos poderiam ser alargadas por forma a incluir também «obrigações verdes» (green bonds) e obrigações especificamente dedicadas ao financiamento de projetos de demonstração (demonstration project bonds), nomeadamente para a realização de projetos de demonstração industrial de caráter inovador à escala comercial.

mais pequenas do que nunca, limitando o acesso das empresas ao capital, e as bolsas europeias desempenham cada vez mais uma função de fornecimento de liquidez, em vez de novo capital. Globalmente, o custo do capital continua elevado, enquanto o custo do financiamento da dívida diminuiu. Este facto evidencia um défice em capitais próprios na Europa, que demorará provavelmente algum tempo a resolver. A situação parece ter afetado mais as empresas de média capitalização. As políticas públicas e a regulamentação devem ser tão neutras quanto possível no que respeita à forma como os agentes privados decidem financiar-se, através de capitais próprios ou de dívida (ver, por exemplo, o ponto relativo à tributação das empresas).

Perguntas:

11) De que forma se poderá melhorar o financiamento dos investimentos a longo prazo pelos mercados de capitais na Europa?

12) Como poderão os mercados de capitais ajudar a colmatar o défice em fundos próprios na Europa? O que deve mudar no modo de funcionamento da intermediação de mercado para assegurar um melhor fluxo do financiamento para investimentos a longo prazo, bem como um melhor apoio ao financiamento de investimentos a longo prazo num quadro de crescimento sustentável em termos económicos, sociais e ambientais e uma proteção adequada dos investidores e dos consumidores?

13) Quais são os prós e os contras da criação de um enquadramento mais harmonizado para as obrigações cobertas? Que elementos poderia integrar esse enquadramento?

14) De que modo poderá o mercado de titularizações na UE ser reativado a fim de alcançar o justo equilíbrio entre a estabilidade financeira e a necessidade de melhorar a transformação dos prazos de vencimento pelo sistema financeiro?

3.3 Fatores transversais conducentes à poupança e ao financiamento a longo prazo

Outros fatores de carácter mais transversal são relevantes para o investimento a longo prazo e deverão ser considerados devido ao seu potencial impacto, tanto em termos de oferta como de intermediação do financiamento a longo prazo.

A ação das autoridades públicas, incluindo os regimes fiscais, desempenha um papel importante na indução de projetos de investimento a longo prazo, na capacidade das famílias para poupar a longo prazo e dos atores do mercado para canalizar o financiamento a longo prazo para investimentos produtivos e na criação de incentivos para que isso aconteça. Os enquadramentos a longo prazo estabelecidos pelas autoridades públicas apoiam o desenvolvimento de agendas de investimento estratégico independentes do ciclo político, proporcionando uma maior transparência e uma maior segurança aos investidores e empresas. É importante que a intervenção do Estado neste contexto não falseie a concorrência, não exclua do mercado os investidores privados nem comprometa a igualdade de condições de concorrência no mercado único.

Alguns Estados-Membros atuaram igualmente no sentido de promover as poupanças e decisões de investimento a longo prazo pelas famílias. Alguns países adotaram regimes complementares de reforma de participação voluntária. Outros criaram contas de poupança orientada²⁸ para apoiar o financiamento de projetos de investimento a longo prazo, com um rendimento fixo garantido (pelo Estado) e, em alguns casos, determinados benefícios fiscais.

²⁸ P. ex.: Livret A, em França; Libretti Postali, em Itália; Bausparvertrag (poupança contratualizada para aquisição de habitação), na Alemanha.

Os fundos existentes nessas contas são então investidos em bens públicos como hospitais, habitação social e universidades. A mais longo prazo, poderá valer a pena verificar se a **disponibilização de linhas de crédito específicas a nível da UE** não poderia ser útil para ajudar a mobilizar uma poupança a longo prazo mais elevada e mais diretamente ligada a objetivos de caráter social mais vastos. Para ser aplicável a nível da UE, esse modelo precisaria de ser devidamente adaptado.

As avaliações do valor, os princípios contabilísticos e as estratégias desenvolvidas pelos gestores de ativos são também citados por muitos comentadores como fatores que complicam a cadeia de intermediação, aumentam os respetivos custos e criam incentivos desalinhados, nomeadamente resultantes da tendência no sentido da especulação e da visão de curto prazo, que são também devidos a uma maior perceção dos riscos e aos prazos de retorno por definição mais longos do investimento a longo prazo.

Pergunta:

15) Quais são as vantagens dos diferentes modelos de contas de poupança orientada disponíveis a nível da UE? Será possível avançar para um modelo da UE?

Tributação

A estrutura e o nível da tributação podem ter um impacto sobre os investimentos e decisões de poupança e, por conseguinte, sobre o crescimento. Em geral, os sistemas fiscais devem ser concebidos de modo a distorcer o mínimo possível as decisões económicas dos cidadãos e das empresas, salvo quando os impostos se destinarem a corrigir externalidades resultantes de insuficiências do mercado específicas e claramente definidas:

- **Tributação e investimento:** O imposto sobre o rendimento das sociedades (IRS) é um dos muitos fatores que influenciam as decisões relativas aos níveis e às formas de investimento. Em particular, os sistemas de IRS que vigoram na maioria dos Estados-Membros tendem a favorecer a dívida em relação aos capitais próprios, criando incentivos para uma maior alavancagem pelas empresas, uma vez que o pagamento de juros é fiscalmente dedutível, enquanto o retorno do capital não beneficia geralmente desse benefício fiscal. Uma base tributável bem concebida e que reduza o efeito de distorção da alavancagem poderá também diminuir a vulnerabilidade das empresas face a uma redução a curto prazo do crédito. Poucos são, contudo, os Estados-Membros que adotaram reformas para tentar eliminar essa distorção. A continuação do debate sobre a conceção, em termos de neutralidade financeira, das bases tributáveis para efeitos do imposto sobre o rendimento das sociedades poderá por conseguinte ser útil em toda a UE;
- **Tributação e poupanças:** A tributação das poupanças tem diversas repercussões económicas importantes, nomeadamente porque afeta o montante total das poupanças geradas na economia e, portanto, a afetação de capital e do investimento. Tendo em conta estes efeitos, as políticas fiscais nesta área devem ser cuidadosamente pensadas. Muitos Estados-Membros puseram já em vigor uma série de incentivos para aumentar as poupanças (a longo prazo), nomeadamente no que diz respeito às poupanças associadas à reforma. Além disso, muitos Estados-Membros aplicam sistemas de tributação diferenciada dos rendimentos, em que os rendimentos de capital são geralmente tratados separadamente e tributados a uma taxa inferior a outras fontes de rendimento; e

- **Incentivos fiscais:** Os incentivos fiscais são frequentemente considerados como instrumentos de incentivo a determinados tipos de investimento; um subsídio por via fiscal pode justificar-se quando o retorno social de um investimento for superior ao retorno privado para o investidor, o que indica que os níveis de investimento se encontram abaixo do ótimo social (p. ex.: I&D e preocupações ambientais). Embora se justifique em certos casos recorrer a incentivos fiscais, estes criam igualmente encargos administrativos, aumentando o número de isenções ou regras adicionais a aplicar. Além disso, em certos casos, a multiplicidade de diferentes regras nacionais pode criar possibilidades de arbitragem.

Perguntas:

16) *Que tipo de reformas poderiam ser levadas a cabo a nível do IRS para melhorar as condições de investimento, eliminando as distorções entre a dívida e os capitais próprios?*

17) *Que considerações devem ser contempladas para a fixação de incentivos adequados a nível nacional para a poupança a longo prazo? Em particular, de que forma deverão os incentivos fiscais ser utilizados para incentivar de forma equilibrada a poupança a longo prazo?*

18) *Que tipos de incentivos ao nível do imposto sobre as sociedades serão benéficos? Que medidas poderão ser utilizadas para enfrentar os riscos de arbitragem, quando são concedidas isenções/incentivos para determinadas atividades?*

19) *Poderia uma maior coordenação fiscal na UE apoiar o financiamento dos investimentos a longo prazo?*

Princípios contabilísticos

A contabilidade não é neutra, influenciando as decisões económicas: as normas e medidas no domínio da contabilidade (como as IFRS) ajudam a criar uma linguagem comum entre os empresários, investidores e autoridades públicas, contribuindo para a confiança e a segurança. Significa isto que deverão conciliar diferentes pontos de vista: o interesse económico e o interesse financeiro/dos investidores. Os **princípios de contabilização pelo justo valor** permitem aumentar a transparência e a coerência da informação financeira, uma vez que mostram o valor de mercado dos ativos e passivos e permitem apresentar informação sobre a situação financeira relativa das diferentes instituições. No entanto, podem também revelar-se prejudiciais para a estabilidade e para o financiamento a longo prazo. A título de exemplo, existem estudos que destacam uma redução dos instrumentos de capitais próprios nas carteiras de investimento dos investidores institucionais, que os consideram mais voláteis e arriscados do que os investimentos em obrigações. Outros estudos ainda argumentam que uma avaliação coerente com os valores de mercado poderá incentivar os investidores a longo prazo a aumentar a sua exposição ao risco, se a volatilidade for reconhecida fora das suas contas de ganhos e perdas. Importa aprofundar a análise destas normas, para determinar se são adequadas no que respeita ao investimento a longo prazo. Neste contexto, seria útil identificar meios para chegar a um equilíbrio entre a exatidão da informação prestada aos investidores e um incentivo suficiente à detenção e gestão de ativos a muito longo prazo.

Pergunta:

20) *Em que medida considera que a aplicação dos princípios da contabilização pelo justo valor terão conduzido a uma visão de curto prazo no comportamento dos investidores? Que alternativas ou outras formas de compensar estes efeitos poderiam ser sugeridas?*

Mecanismos de governo das sociedades

A forma como os ativos são geridos pode desempenhar um importante papel no financiamento a longo prazo, em termos de alinhamento dos incentivos para que os gestores de ativos, investidores e empresas adotem estratégias a longo prazo, atenuando as preocupações que se prendem com as estratégias a curto prazo, a especulação e as relações de agência. Já existem regras no que respeita aos deveres fiduciários, aos conflitos de interesses, às remunerações, ao exercício dos direitos de voto e divulgação dos custos e à prestação de serviços de consultoria de investimento e de gestão de carteiras²⁹. Outras medidas ainda, incluindo eventuais alterações à diretiva relativa aos direitos dos acionistas, são descritas no **Plano de Ação sobre o direito das sociedades e o governo das sociedades na Europa**³⁰. Poderiam equacionar-se medidas adicionais, nomeadamente uma avaliação mais aprofundada das estruturas de incentivos para os gestores de ativos, a fim de melhor tomar em conta as considerações de longo prazo, ou a exigência de uma maior transparência por parte desses mesmos gestores no cumprimento dos seus deveres fiduciários. Foram igualmente aventadas ideias para incentivar uma maior participação dos acionistas a longo prazo, nomeadamente diferentes possibilidades de concessão de direitos de voto ou dividendos adicionais aos investidores a longo prazo, que poderiam justificar uma análise mais aprofundada.

Perguntas:

21) *Que tipos de incentivos poderiam ajudar a promover uma melhor participação dos acionistas a longo prazo?*

22) *De que forma poderão os mandatos e incentivos dados aos gestores de ativos evoluir de modo a apoiar estratégias de investimento e relacionamentos a longo prazo?*

23) *Existirá a necessidade de reexaminar a definição de «obrigação fiduciária» no contexto do financiamento a longo prazo?*

Informação e apresentação de relatórios

As análises mais recentes evidenciam uma exigência crescente de **divulgação de informação não-financeira pelas empresas**. Os estudos realizados sugerem que as empresas que gerem ativa e sistematicamente os aspetos de sustentabilidade das suas operações têm custos de capital mais baixos e tendem a apresentar um melhor desempenho do que os seus concorrentes, a longo prazo. O estabelecimento de requisitos genéricos de divulgação poderá não ser suficiente para estimular decisões sobre os investimentos a longo prazo, pelo que a Comissão está a trabalhar no sentido de desenvolver um quadro mais robusto para a divulgação de informação não-financeira. A divulgação de informação não-financeira pelos gestores e proprietários de ativos poderá também merecer alguma reflexão adicional, nomeadamente quanto à forma de apresentar os riscos e impactos específicos associados à sustentabilidade na gestão de carteiras. Diversos analistas consideram igualmente que a **apresentação de relatórios trimestrais** cria incentivos errados, levando os atores do mercado a concentrar-se nos resultados a muito curto prazo. Na revisão da Diretiva

²⁹ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm e http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

³⁰ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf.

Transparência³¹, a Comissão propôs o levantamento da obrigação de apresentação de relatórios trimestrais.

Os **parâmetros de referência** e as **notações de risco** podem também estar centrados numa perspetiva anual ou de curto prazo. A Comissão propôs um reforço das regras por forma a reduzir a dependência das notações tradicionais, tendo sido alcançado, em novembro de 2012, um acordo político sobre as diferentes reformas legislativas³². O desenvolvimento de métodos de medição e de notações que encorajem um equilíbrio entre uma perspetiva a longo prazo e uma responsabilização a curto prazo poderá constituir um instrumento útil para ajudar os investidores a longo prazo.

Perguntas:

24) *Em que medida pode a maior integração da informação financeira e não-financeira ajudar a proporcionar uma visão mais clara do desempenho de uma empresa a longo prazo, contribuindo para melhores decisões de investimento?*

25) *Será necessário desenvolver padrões de referência específicos para o longo prazo?*

3.4 Facilidade com que as PME conseguem aceder a financiamento bancário e não-bancário

As pequenas e médias empresas (PME) dos dias de hoje podem vir a ser a base do crescimento a longo prazo no futuro. Historicamente, viram-se confrontadas com dificuldades significativas no acesso ao financiamento de que precisavam para crescer. Dada a sua dependência do financiamento bancário, essas dificuldades foram agravadas pelo processo de desalavancagem dos bancos. Por outro lado, as PME são agora confrontadas com a fragmentação dos mercados financeiros na UE, uma vez que o acesso a boas condições de financiamento varia consideravelmente de país para país.

A menor disponibilidade de financiamento bancário já levou à adoção de decisões políticas no sentido de promover o desenvolvimento de canais alternativos, não-bancários, para a concessão de empréstimos às PME. A Comissão adotou em 2011 um plano de ação destinado a resolver os problemas de financiamento com que se confrontam as PME³³. Foram já acordadas certas iniciativas, nomeadamente novos enquadramentos da UE para o investimento em capital de risco e em fundos de empreendedorismo social. Estão também em curso algumas iniciativas políticas que visam facilitar o acesso das PME aos mercados de capitais. No entanto, outras propostas legislativas ligadas ao plano de ação continuam por aprovar. Foram igualmente apresentadas propostas que visam permitir que os operadores de plataformas de negociação multilateral também sejam registados sob o rótulo de «Mercado de PME em crescimento» e criar um regime proporcionado que diminua os custos e encargos administrativos para as PME que pretendam aceder aos mercados para financiamento³⁴. Em paralelo, tem sido registado algum crescimento em mercados muito tradicionais, como o financiamento de ativos ou de cadeias de abastecimento, bem como em algumas inovações financeiras que utilizam a tecnologia e a Internet, como por exemplo o financiamento coletivo (*crowd-funding*).

³¹ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_pt.pdf.

³² Ver http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

³³ Ver http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/index_pt.htm.

³⁴ Ver http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

No entanto, estas medidas são insuficientes para resolver as dificuldades com que as PME se confrontam no acesso ao financiamento. Deverão ser ponderadas novas medidas, nomeadamente:

- **Desenvolver o capital de risco.** O setor do capital de risco sofre de falta de recursos e é influenciado pela regulamentação prudencial dos setores bancário e segurador. Os fundos de fundos poderiam ser instrumentos eficazes para aumentar o volume do capital de risco. Um fundo de garantia para os investidores institucionais poderia reduzir mais ainda os condicionalismos neste mercado;
- **Desenvolver mercados e redes dedicados às PME.** Os fundos de capital de risco estão também dependentes do surgimento de bolsas de valores orientadas para as PME que funcionem corretamente e que consigam transformar os seus investimentos em ofertas públicas iniciais. As medidas a adotar poderiam incluir a criação de uma abordagem distinta para as PME, indo mais longe do que a Diretiva MiFID II, bem como o desenvolvimento de regras contabilísticas específicas para as PME cotadas e para as novas plataformas de negociação. A existência de mercados especificamente orientados para as PME poderia contribuir para aumentar a sua visibilidade, atrair novos investidores e apoiar o desenvolvimento de novos instrumentos de titularização para as PME; A criação de enquadramentos para as redes empresariais poderia facilitar a combinação dos meios, a partilha de riscos, a mutualização e a diversificação das PME, melhorando assim as suas condições de acesso ao financiamento;
- **Desenvolvimento de novos instrumentos de titularização para as PME.** A Comissão já criou um instrumento de titularização para as PME e propôs a continuação do apoio à titularização através do programa COSME. Por outro lado, e de acordo com os critérios da UE para os investimentos industriais de interesse europeu em PME, certas linhas de crédito estruturado poderão vir a ser objeto de um sistema de rótulo europeu. Tendo em conta as grandes diferenças entre os setores industriais e os ciclos de investimento, estes instrumentos devem ser diferenciados;
- **O desenvolvimento de normas em matéria de avaliação do risco de crédito das PME** poderia ajudar a resolver o problema da falta de informação fidedigna sobre essas empresas e as dificuldades associadas ao facto de os potenciais investidores terem dificuldade em avaliar a sua solvabilidade. O desenvolvimento de normas mínimas comuns de qualidade sobre a avaliação externa das empresas de média capitalização e as PME poderia facilitar ainda mais o seu acesso ao financiamento, nomeadamente transfronteiras, e aprofundar a integração do mercado; e
- **Desenvolvimento ou promoção de outras fontes de financiamento «não tradicionais»**, como a locação financeira; financiamento da cadeia de abastecimento; fontes de financiamento baseadas na Internet, como o financiamento coletivo, etc. Será necessário continuar a refletir sobre as formas de assegurar que esses mercados se desenvolvam numa base sustentável e recebam um apoio adequado no âmbito regulamentar.

Perguntas:

26) *Que medidas adicionais poderiam ser previstas, em termos de reforma da regulamentação da UE ou outras, para facilitar o acesso das PME a fontes de financiamento alternativas?*

27) *De que forma poderão ser concebidos instrumentos de titularização para as PME? Quais serão as melhores formas de utilizar a titularização para mobilizar os intermediários financeiros no sentido de assegurar empréstimos/investimentos adicionais para as PME?*

28) *Seria oportuno criar uma abordagem totalmente separada e distinta para os mercados dedicados às PME? Como e quem poderia desenvolver um mercado dedicado às PME, nomeadamente com produtos titularizados especificamente concebidos em função das necessidades de financiamento das PME?*

29) *Um enquadramento regulamentar da UE seria vantajoso ou prejudicial para o desenvolvimento destas fontes alternativas de financiamento não-bancário para as PME? Que reformas seriam úteis para ajudar a manter a sua tendência de crescimento?*

Pergunta:

30) *Para além da análise e das potenciais medidas contidas no presente Livro Verde, que outras ações poderiam contribuir para o financiamento a longo prazo da economia europeia?*

4. PRÓXIMAS ETAPAS

Com base nos resultados desta consulta, a Comissão irá considerar a oportunidade das ações a prosseguir. As respostas recebidas estarão disponíveis no sítio Web da Comissão, salvo quando seja especificamente solicitada confidencialidade, e a Comissão publicará uma síntese dos resultados da consulta.

As partes interessadas são convidadas a enviar os seus comentários, até 25 de junho de 2013, para o seguinte endereço de correio eletrónico:

markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu