



Bruxelas, 18.2.2015
COM(2015) 63 final

LIVRO VERDE

Construção de uma União dos Mercados de Capitais

{SWD(2015) 13 final}

Introdução

A prioridade da Comissão (isto é, a prioridade da Europa) é o crescimento e o emprego. Se queremos que a Europa retome a trajetória de crescimento, há que desbloquear os investimentos nas empresas e infraestruturas europeias. O pacote de investimento de 315 mil milhões de EUR permitirá lançar esse processo. Mas para reforçar o investimento a longo prazo, temos de criar um verdadeiro mercado único dos capitais, uma União dos Mercados de Capitais para todos os 28 Estados-Membros da União Europeia.

Comparativamente a outras regiões do mundo, as empresas europeias continuam fortemente dependentes dos bancos para o seu financiamento e relativamente menos dos mercados de capitais. Mercados de capitais mais robustos desempenhariam um papel complementar ao dos bancos como fonte de financiamento, e permitiriam:

- mobilizar mais investimento para todas as empresas, em especial as PME, e para projetos de infraestruturas;
- atrair mais investimentos estrangeiros para a UE; e
- tornar o sistema financeiro mais estável ao diversificar a gama de fontes de financiamento.

No essencial, a nossa função é encontrar formas de associar os investidores e aforradores ao crescimento. Não será com uma única medida que obteremos uma União dos Mercados de Capitais. Pelo contrário, há que dar uma série de passos que isoladamente poderão ser modestos, mas cujo efeito cumulativo será substancial. É necessário identificar e eliminar os entraves que se interpõem entre o capital dos investidores e as oportunidades de investimento e superar os obstáculos que impedem as empresas de chegar aos investidores. Também precisamos de nos dotar de um sistema de canalização de fundos (cadeia de investimento) o mais eficiente possível, tanto a nível nacional como transfronteiras.

O que está em jogo? Para citar apenas alguns exemplos dos potenciais benefícios, nos EUA, as empresas médias, verdadeiros motores de crescimento em muitas economias, recebem cinco vezes mais financiamento dos mercados de capitais do que na UE. Se os nossos mercados de capital de risco fossem tão avançados, cerca de 90 mil milhões de EUR de fundos teriam estado disponíveis para financiar as empresas entre 2008 e 2013. Se as titularizações das PME pudessem voltar (de forma segura) nem que fosse a metade dos níveis de 2007, comparativamente à situação atual, tal equivaleria a cerca de 20 mil milhões de EUR de financiamento suplementar.

Também é um facto que muitas das questões (legislação em matéria de insolvência e títulos, regimes fiscais, etc.) estão a ser discutidas há anos. Também não deixa de ser verdade que a necessidade de avançar é cada vez mais imperiosa. Embora se trate de um projeto a longo prazo, que requer um esforço sustentado ao longo de vários anos, tal não deve impedir-nos de alcançar progressos mais rapidamente. Por conseguinte, nos próximos meses, a Comissão irá:

- elaborar propostas para incentivar a titularização de alta qualidade a fim de libertar espaço suficiente nos balanços dos bancos para que concedam empréstimos;

- proceder à revisão da Diretiva Prospeto, de modo a facilitar às empresas (em especial às PME) o acesso ao financiamento e aos investidores estrangeiros;
- lançar os trabalhos com vista a melhorar a disponibilidade de informação sobre a solvabilidade das PME, a fim de facilitar aos investidores o investimento nas mesmas;
- cooperar com o setor para pôr em prática um regime de colocação privada paneuropeu que incentive o investimento direto nas pequenas empresas; e
- apoiar a criação de novos fundos europeus de investimento a longo prazo, a fim de canalizar o investimento em infraestruturas e outros projetos a longo prazo.

Este Livro Verde marca o início de um período de três meses de consulta. Queremos ouvir os deputados, os Estados-Membros, os que operam nos mercados de capitais e todos os grupos interessados, sobre o emprego, o crescimento e os interesses dos cidadãos europeus. Essas informações podem ajudar-nos a elaborar um plano de ação, com vista a preparar os alicerces de uma União dos Mercados de Capitais plenamente operacional até 2019.

O rumo a seguir é claro: criar um mercado único de capitais a partir da base, identificando os obstáculos e suprimindo-os um a um, instaurando um clima de dinâmica e um sentimento crescente de confiança para investir no futuro da Europa. A livre circulação de capitais é um dos princípios fundamentais em que a UE se alicerça. Mais de cinquenta anos após o Tratado de Roma, vamos aproveitar a oportunidade para concretizar este projeto.

Secção 1: Construção de uma União dos Mercados de Capitais

A livre circulação de capitais foi consagrada no Tratado de Roma há mais de cinquenta anos. Trata-se de uma das liberdades fundamentais da União Europeia e devia estar no cerne do mercado único. No entanto, apesar dos progressos alcançados, os mercados de capitais continuam fragmentados, estando, normalmente, organizados em função de contornos nacionais. Após um período de aprofundamento, o grau de integração dos mercados financeiros na UE diminuiu desde a crise, com os bancos e investidores a retroceder para mercados internos.

Em comparação com outras regiões, o financiamento com recurso ao mercado de capitais está relativamente pouco desenvolvido na Europa. Os nossos mercados de títulos, da dívida e outros desempenham um papel menor no financiamento do crescimento e as empresas europeias continuam fortemente dependentes dos bancos, o que acentua a vulnerabilidade das nossas economias face à contração da oferta de empréstimos bancários. Por outro lado, o nível de confiança dos investidores não é suficiente e as poupanças europeia nem sempre são utilizadas da forma mais produtiva. Os níveis de investimento europeu estão muito abaixo dos seus padrões históricos e os mercados europeus de capitais são menos competitivos a nível mundial.

Para apoiar um regresso sustentável ao crescimento e à criação de emprego, a par de outras reformas do ambiente empresarial, os mercados de capitais têm de desempenhar um papel mais preponderante na canalização do financiamento para a economia. Na prática, isto significa identificar e eliminar os obstáculos à circulação de capitais entre investidores e os que necessitam de financiamento tanto no plano dos Estados-Membros como além fronteiras.

A construção de uma união dos mercados de capitais é uma iniciativa estratégica do programa de trabalho da Comissão que asseguraria uma maior diversificação do financiamento da economia e reduziria os custos de mobilização de capitais, em especial para as PME. Uma maior integração dos mercados de capitais, especialmente no que respeita à equidade, reforçará a capacidade de absorção de choques da economia europeia e permitirá um maior investimento sem aumentar os níveis de endividamento. Graças a infraestruturas de mercado e intermediários eficientes, a união dos mercados de capitais deverá reforçar o fluxo de capitais dos investidores para os projetos de investimento europeus, melhorando a distribuição do risco e a afetação de capitais em toda a UE e, em última análise, tornará a Europa mais resistente a futuros choques.

Assim, a Comissão comprometeu-se a implantar os alicerces de uma União dos Mercados de Capitais bem regulamentada e integrada que englobe todos os Estados-Membros, até 2019, para que o conjunto da economia possa beneficiar dos mercados de capitais e das instituições financeiras não bancárias.

Uma união dos mercados de capitais deve aproximar a UE de uma situação em que, por exemplo, as PME podem obter financiamento tão facilmente como as grandes empresas; os custos de investimento e o acesso a produtos de investimento converjam em toda a UE; a obtenção de financiamento nos mercados de capitais seja cada vez mais fácil; e a procura de financiamento noutro Estado-Membro não seja prejudicada por entraves legais e de supervisão desnecessários. Embora estas alterações venham contribuir para diminuir a dependência do financiamento bancário, os bancos, enquanto financiadores de uma grande parte da economia e intermediários nos mercados, continuarão a ser um interveniente

principal na união dos mercados de capitais e a ter uma posição fundamental na economia europeia.

Nem todos estes desafios são novos, mas a necessidade de crescimento da UE torna urgente a sua resolução. Também exige uma determinada dinâmica que permita avançar. O objetivo do presente Livro Verde é lançar o debate a nível nacional e da UE, envolvendo os legisladores, outras instituições da UE, os parlamentos nacionais e todas as partes interessadas, sobre as eventuais medidas, a curto e longo prazo, para alcançar estes objetivos.

A União dos Mercados de Capitais será diferente da União Bancária: o aprofundamento dos mercados de capitais exige medidas distintas dos elementos essenciais da União Bancária. No entanto, a União Bancária ao incidir na necessidade de quebrar a ligação entre as falências de bancos e as dívidas soberanas na área do euro constituirá uma plataforma de estabilidade para apoiar o desenvolvimento de uma União dos Mercados de Capitais em todos os Estados-Membros da UE. Do mesmo modo, uma boa integração dos mercados de capitais fortalecerá a resistência da União Económica e Monetária.

Uma União dos Mercados de Capitais deve basear-se nos seguintes princípios fundamentais:

- maximizar as vantagens dos mercados de capitais para a economia, o crescimento e o emprego;
- criar um mercado único dos capitais para o conjunto dos 28 Estados-Membros, eliminando as barreiras ao investimento transfronteiras no interior da UE e reforçando as ligações com os mercados de capitais mundiais;
- assentar em bases sólidas de estabilidade financeira, com um conjunto único de regras para os serviços financeiros, a aplicar de forma eficaz e coerente;
- assegurar um nível eficaz de proteção dos consumidores e dos investidores; e
- contribuir para atrair investimentos de todo o mundo e aumentar a competitividade da UE.

1.1 Construir uma União dos Mercados de Capitais

A construção de uma União dos Mercados de Capitais é um projeto a longo prazo. Já estão em curso os trabalhos com vista ao estabelecimento de um conjunto único de regras, estando um grande número de reformas¹ essenciais em fase de implementação. A abordagem da Comissão basear-se-á numa avaliação das prioridades, em termos de eventuais repercussões e viabilidade, sustentada por uma análise económica exaustiva, avaliação de impacto e consulta.

Com base nos resultados desta consulta, a Comissão procurará identificar as ações necessárias para alcançar os seguintes objetivos:

- melhorar o **acesso ao financiamento** para todas as empresas na Europa (em especial as PME) e aos projetos de investimento, tais como as infraestruturas;

¹ Tais como a legislação relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID II), abuso de mercado (MAR/MAD), gestores de fundos de investimento alternativos (DGfIA), infraestrutura do mercado europeu (EMIR) e centrais de valores mobiliários (CSDR).

- **aumentar e diversificar as fontes de financiamento** oferecidas pelos investidores na UE e em todo o mundo; e
- **tornar os mercados mais eficazes e eficientes**, estabelecendo a ponte entre os investidores e os que procuram financiamento a menores custos, nos Estados-Membros como além-fronteiras.

A Comissão procede a uma vasta consulta sobre a natureza dos problemas, a adoção de eventuais medidas e respetiva priorização. A legislação pode nem sempre ser a resposta adequada a estes desafios e em muitos casos caberá ao mercado encontrar as soluções. As medidas não legislativas e a aplicação efetiva da legislação em matéria de concorrência e de mercado único podem ser a melhor opção. A Comissão apoiará soluções ditadas pelo mercado que sejam eficazes e só apoiará as alterações regulamentares quando forem necessárias.

O presente documento, apresenta a seguinte estrutura: **Secção 2:** descreve a atual estrutura dos mercados de capitais europeus e apresenta uma análise preliminar de alguns dos obstáculos ao seu maior aprofundamento e integração. O documento de trabalho dos serviços da Comissão, que acompanha o presente Livro Verde, contém uma análise mais pormenorizada. **Secção 3:** procura obter pontos de vista sobre as prioridades políticas propostas, com base na Comunicação da Comissão "*Um Plano de Investimento para a Europa*"², entre as quais a aplicação do Regulamento sobre os Fundos europeus de investimento a longo prazo (FEILP), a titularização de elevada qualidade, a informação de crédito sobre as PME, as colocações privadas e a revisão da Diretiva Prospeto. **Secção 4:** procura obter pontos de vista sobre as barreiras ao acesso ao financiamento, o desenvolvimento de fontes de financiamento, os meios para melhorar o funcionamento dos mercados e os domínios em que os trabalhos devem ser prosseguidos com base nas respostas recebidas. Os obstáculos aos fluxos de capitais transfronteiras incluem questões como a legislação no domínio da insolvência, direito das sociedades, fiscalidade e valores mobiliários, sendo necessária uma análise mais aprofundada para identificar a dimensão do desafio em cada domínio, assim como as soluções adequadas e o grau de prioridade.

Ao abrir mais os mercados nacionais aos investidores, emitentes e intermediários, e ao promover a livre circulação de capitais e a partilha das melhores práticas, a união dos mercados de capitais deve também ser vista como uma forma de contribuir para o desenvolvimento dos mercados. Tendo em conta os diferentes níveis de desenvolvimento dos mercados de capitais na UE e os desafios específicos em vários Estados-Membros, as respostas políticas podem exigir uma ação específica a nível nacional, com base, nomeadamente, nas recomendações por país da Comissão, formuladas no contexto do Semestre Europeu. A Comissão convida os Estados-Membros a debruçarem-se sobre os desafios específicos ao desenvolvimento dos mercados de capitais e contribuir para o debate com as suas conclusões.

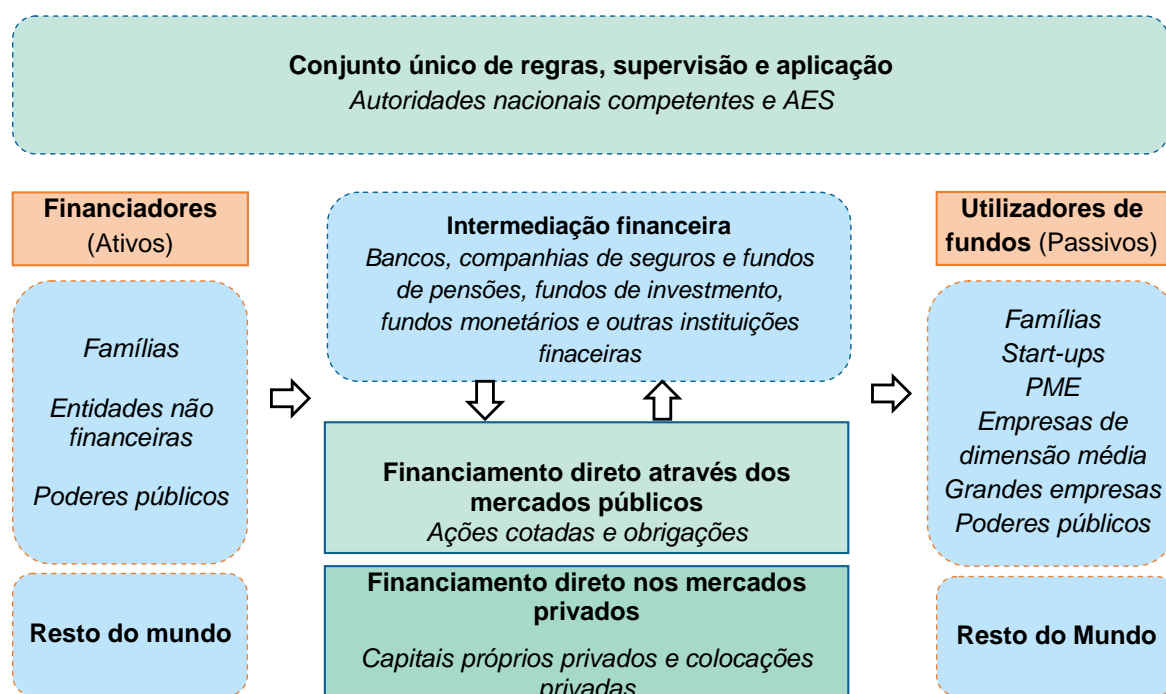
² COM(2014) 903 final de 26.11.2014.

Secção 2: Desafios com que os mercados de capitais europeus se confrontam

2.1 Situação atual dos mercados de capitais na Europa

Para além dos empréstimos bancários diretos, os mercados de capitais são o principal mecanismo que pode pôr em ligação os potenciais investidores com os que procuram de financiamento, proporcionando à economia toda uma série de fontes de financiamento diversificadas. O gráfico 1 apresenta de forma simples como funciona o fluxo de fundos numa economia. Embora a sua principal atividade seja o financiamento direto, os mercados de capitais também estão estreitamente ligados aos intermediários financeiros que muitas vezes asseguram a circulação de fundos entre aforradores e investidores.

Gráfico 1. Representação esquemática dos mercados de capitais no sistema financeiro global

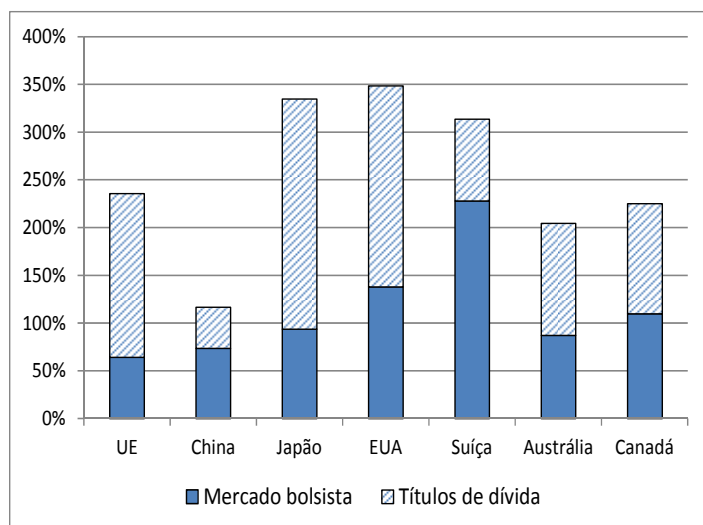


Nas últimas décadas, os mercados de capitais registaram uma forte expansão na UE. A capitalização bolsista total da UE, por exemplo, ascendeu a 8,4 mil milhões de EUR (cerca de 65 % do PIB) no final de 2013, contra 1 300 mil milhões de EUR em 1992 (22 % do PIB). O valor total em dívida dos títulos de dívida ultrapassava os 22 300 mil milhões de EUR (171 % do PIB) em 2013, contra 4 700 mil milhões de EUR (74 % do PIB) em 1992³.

No entanto, em comparação com outras regiões do mundo, os mercados continuam pouco desenvolvidos. Os mercados públicos de ações nos EUA são quase o dobro dos da UE (em percentagem do PIB) e três vezes e meia maiores do que na Suíça (gráfico 2).

³ Pacote estatístico ECMI 2014.

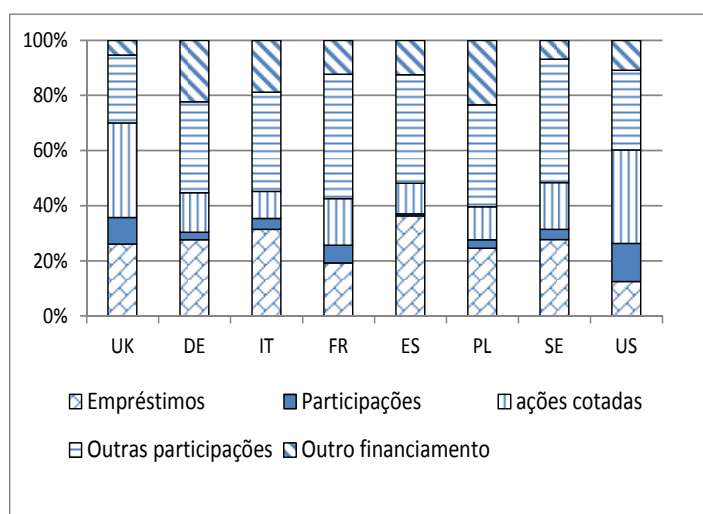
Gráfico 2: Capitalização bolsista e títulos de dívida (% do PIB)



Os mercados de capitais privados nos EUA são igualmente cerca de duas vezes maiores aos da UE, enquanto os mercados de colocações privadas de obrigações chegam a ser três vezes maiores nos EUA. Além disso, existem grandes divergências de desenvolvimento nos mercados de capitais em todos os Estados-Membros da UE. Por exemplo, a capitalização no mercado interno excedeu 121 % do PIB no Reino Unido, contra menos de 10 % na Letónia, Chipre e Lituânia.

Fonte: Pacote estatístico ECMI

Quadro 3: Modalidades de financiamento das empresas (em % do passivo total)



Tradicionalmente, as empresas europeias dependem sobretudo do financiamento bancário, com os empréstimos bancários a assumirem uma preponderância muito maior no financiamento do setor empresarial do que a emissão de títulos de dívida nos mercados (Gráfico 3). No geral, esta maior dependência dos empréstimos bancários torna a economia europeia, em especial as PME, mais vulneráveis quando o acesso ao crédito bancário é dificultado, como aconteceu durante a crise financeira.

Fonte: Eurostat, OCDE Nota: Os empréstimos incluem os empréstimos bancários e os empréstimos interempresas.

O acesso aos mercados de capitais varia muito entre empresas e entre os Estados-Membros da UE. Assistiu-se a um aumento significativo da emissão de obrigações de empresas não financeiras na UE, o que reflete em parte uma conjuntura de mercado favorável aos emitentes de obrigações, devido à baixa das taxas de juro. No entanto, as obrigações têm sido emitidas principalmente por grandes empresas e não por PME. Além disso, a emissão de obrigações

concentrou-se em mercados maiores e não naqueles em que os problemas de financiamento das empresas são mais graves.

Embora os mercados de capitais na UE se tenham tornado mais integrados, antes do eclodir da crise, em termos de detenções transfronteiras de instrumentos financeiros, a crise revelou que uma parte desta integração foi impulsionada por fluxos de endividamento da banca por grosso e sujeitos a alterações súbitas no caso de choques. Os mercados de capitais na UE caracterizam-se por uma preferência nacional, o que significa que os potenciais riscos e benefícios não são partilhados entre os países. A detenção transfronteiras de títulos de dívida também continua inferior ao que seria de esperar num mercado plenamente integrado. Mesmo os mercados nacionais com melhores resultados na UE não possuem uma dimensão crítica que permitiria ter mais investidores e maior escolha de instrumentos financeiros.

2.2 Desafios e oportunidades da construção de uma União de Mercados de Capitais

Há uma série de obstáculos à integração e ao desenvolvimento dos mercados de capitais da UE, com origem histórica, cultural, económica e jurídica, alguns dos quais profundamente enraizados e difíceis de ultrapassar. Entre eles incluem-se, por exemplo, a preferência histórica das empresas por certos tipos de financiamento, as características dos regimes de pensões, a aplicação de regulamentos prudenciais e obstáculos administrativos, aspetos do governo das sociedades e do direito das sociedades, lacunas de dados e as características de muitos sistemas fiscais, assim como estruturas de mercado deficientes. Mesmo em mercados de capitais bem integrados, algumas destas diferenças manter-se-ão. Para beneficiar de um mercado único de capitais plenamente integrado, há que superar os obstáculos, em especial nos seguintes três domínios essenciais.

Em primeiro lugar, do lado da procura, a **melhoria do acesso ao financiamento, nomeadamente ao capital de risco**, é uma prioridade importante, **em particular para as PME (por exemplo, criação de empresas inovadoras e de elevado crescimento)**. O êxito a longo prazo dependerá da resolução de problemas de informação, de fragmentação dos principais segmentos de mercado e da redução dos custos de acesso ao mercado de capitais. Além disso, existem entraves específicos ao financiamento de projetos a longo prazo, incluindo o investimento em infraestruturas.

Em segundo lugar, do lado da oferta, o desenvolvimento dos mercados de capitais na UE dependerá da capacidade dos instrumentos do mercado de capitais para atrair os fluxos financeiros. **Incentivar o fluxo de capitais de investimento institucional e de retalho** para os mercados de capitais promoveria a diversificação das fontes de financiamento. O desenvolvimento dos regimes de pensões profissionais e privados na Europa poderia resultar num aumento do fluxo de fundos para uma gama maior de necessidades de investimento através de instrumentos do mercado de capitais e facilitar uma evolução na via do financiamento baseado no mercado. Reforçar a confiança dos investidores de retalho nos mercados de capitais e intermediários financeiros pode reorientar o fluxo das poupanças das famílias que se encontram atualmente na sua maioria em património imobiliário e depósitos bancários, para os instrumentos do mercado de capitais. Aumentar a competitividade global e a atratividade dos mercados de capitais europeus poderia igualmente promover o fluxo de investimentos.

Em terceiro lugar, a emergência de mercados de capitais maiores, melhor integrados e mais aprofundados dependerá da capacidade de eliminar os obstáculos que fragmentam os mercados e entram o desenvolvimento de segmentos específicos de mercado. **Melhorar a**

eficácia dos mercados permitirá à UE retirar benefícios de uma maior dimensão e profundidade do mercado. Estes benefícios incluem mais concorrência, maior escolha e a custos mais reduzidos para os investidores, bem como uma distribuição mais eficiente dos riscos e uma melhor partilha dos mesmos. Uma maior integração dos mercados de capitais, especialmente no que respeita aos títulos de capital, reforçará a capacidade de absorção de choques da economia europeia e permitirá um maior investimento sem aumento dos níveis de endividamento. O bom funcionamento dos mercados de capitais melhorará a afetação de capitais na economia, facilitando as atividades empresariais, a assunção de riscos e o investimento em infraestruturas e novas tecnologias.

Secção 3: Prioridades de ação rápida

A Comissão identificou um certo número de domínios onde a necessidade de progressos é amplamente reconhecida e onde os benefícios poderiam fazer-se sentir rapidamente. A presente secção descreve essas possibilidades e procura recolher opiniões das partes interessadas sobre aspetos específicos de cada domínio.

3.1 Redução dos entraves ao acesso aos mercados de capitais

O prospeto é um documento pormenorizado que contém informação sobre a empresa, assim como as modalidades e os riscos de um investimento. É a porta de acesso aos mercados de capitais para as empresas que procuram financiamento, devendo a maioria das empresas que pretendem emitir títulos de dívida ou de capital elaborar um desses documentos. É fundamental que este não funcione como obstáculo desnecessário ao acesso aos mercados de capitais. A Comissão **analisará a regulamentação em vigor sobre o prospeto através de uma consulta pública específica** lançada paralelamente ao presente Livro Verde, com vista a facilitar às empresas (incluindo as PME) a mobilização de fundos em toda a UE⁴ e a estimular os mercados para o crescimento das PME. Essa análise debruçar-se-á sobre a oportunidade de um prospeto, harmonizando o processo de aprovação e simplificando as informações nele incluídas.

3.2 Alargar a base de investidores para as PME

Durante a crise, as PME tiveram mais dificuldades de acesso ao financiamento do que as empresas de maior dimensão. De um modo geral, a informação sobre as PME é limitada e normalmente detida pelos bancos, daí que tenham dificuldade em aceder a uma base mais ampla de investidores, não bancários, que respondam às suas necessidades de financiamento. Melhorar a informação sobre a solvabilidade permitiria construir um **mercado de capitais eficiente e sustentável para as PME**. O desenvolvimento de um conjunto mínimo comum de informações comparáveis para efeitos de elaboração de relatórios de solvabilidade e de avaliação poderia ajudar a atrair financiamento para as PME. Além disso, a informação normalizada sobre a qualidade do crédito poderá contribuir para o desenvolvimento de instrumentos financeiros para refinar os empréstimos às PME, tais como a titularização.

Os trabalhos sobre a avaliação do risco de crédito já foram iniciados, tendo recebido um amplo apoio dos Estados-Membros. A avaliação do risco de crédito fornece aos investidores e mutuantes informações sobre a solvabilidade das PME. Contudo, na Europa, cerca de 25 % das empresas e cerca de 75 % de empresas geridas pelo proprietário não foram objeto de notação de crédito. As eventuais medidas neste domínio poderiam ajudar a diversificar o financiamento de novas empresas inovadoras e de elevado crescimento. Como primeiro passo, em 2015, a Comissão prevê avançar com os trabalhos, organizando sessões de informação sobre a solvabilidade das PME.

3.3 Obter uma titularização sustentável

A titularização, o processo através do qual os ativos, tais como hipotecas, são agrupados numa carteira de títulos, colocados em seguida junto dos investidores, pode constituir um meio eficaz de transferência de risco e aumentar a capacidade de concessão de empréstimo dos

⁴ Parte do programa para a adequação e a eficácia da regulamentação (REFIT).

bancos. No entanto, desde a crise, a atividade continuou a ser afetada, não obstante as baixas taxas de perdas em titularizações europeias. Em 2014, as emissões de títulos na Europa ascenderam a cerca de 216 mil milhões de EUR, contra 594 mil milhões de EUR em 2007⁵. A nível da UE, **um mercado de titularização de elevada qualidade**, assente em instrumentos de titularização simples, transparentes e normalizados, permitiria estabelecer a ponte entre os bancos e os mercados de capitais.

Com os atos delegados relativos ao rácio de cobertura de liquidez e Solvência II, recentemente publicados, já começaram os trabalhos para garantir uma abordagem prudencial abrangente e coerente, com vista a uma titularização simples, transparente e normalizada. Para além destas iniciativas, bancos centrais, entidades reguladoras, autoridades nacionais e representantes do setor privado defenderam uma abordagem mais abrangente para relançar a atividade de titularização na UE.

Para os investidores, uma iniciativa à escala da UE teria de garantir normas elevadas, segurança jurídica e comparabilidade entre instrumentos de titularização. Este quadro aumentaria a transparência, a coerência e a disponibilidade de informações essenciais, especialmente no domínio do crédito às PME, e promoveria o desenvolvimento de mercados secundários para facilitar tanto a emissão de títulos como os investimentos. **Paralelamente ao presente Livro Verde, a Comissão procederá a consultas sobre medidas específicas para cumprir esses objetivos.**

3.4 Fomentar o investimento a longo prazo

Após terem atingido o seu máximo em 2007, os níveis de investimento na UE desceram drasticamente, mantendo-se abaixo dos seus padrões históricos. A Comissão Europeia já anunciou um plano de investimento para desbloquear os investimentos públicos e privados na economia no valor de, pelo menos, 315 mil milhões de EUR, durante os próximos três anos, com a criação do novo Fundo Europeu para os Investimentos Estratégicos (FEIE)⁶ e publicou uma comunicação sobre o financiamento a longo prazo da economia europeia, que define uma série de medidas para incentivar o investimento. O quadro regulamentar dos Fundos europeus de investimento a longo prazo (FEILP), recentemente concluído, permitirá aos investidores injetar capital nas empresas e em projetos de infraestrutura a longo prazo. Os FEILP devem ser especialmente atraentes para os investidores, como as companhias de seguros ou os fundos de pensões, que necessitam de fluxos de receitas constantes ou que visam um crescimento do capital a longo prazo.

Os pontos de vista sobre o eventual papel da Comissão e dos Estados-Membros podem desempenhar no à aplicação dos FEILP são bem-vindos, incluindo a possível extensão aos FEILP dos benefícios atualmente disponíveis para os regimes nacionais.

3.5 Desenvolver mercados europeu de colocações privadas

As colocações privadas são uma forma de as empresas mobilizarem fundos e consistem numa oferta de valores mobiliários a um investidor ou a um pequeno grupo de investidores fora dos mercados públicos. Estes podem constituir uma forma mais eficaz em termos de custos para

⁵ SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4º semestre de 2014)

⁶ Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que institui o Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos e que altera os Regulamentos (UE) n.º 1291/2013 e (UE) n.º 1316/2013, COM(2015) 10

as empresas na mobilização de fundos e **alargar a disponibilidade de financiamento** para as empresas de média e grande dimensão e potencialmente projetos de infraestruturas.

Há muito que as empresas europeias de dimensão média recorrem ao mercado norte-americano de colocações privadas, tendo angariado 15,3 mil milhões de USD em 2013.⁷ Desde o início da crise financeira, a popularidade das colocações privadas aumentou na Europa e alguns Estados-Membros desenvolveram mercados de colocações privadas. Em especial, os mercados alemão e francês de colocações privadas forneceram cerca de 15 mil milhões de EUR de empréstimos em 2013. Entre os obstáculos ao desenvolvimento de mercados paneuropeus estão as diferenças das legislações nacionais em matéria de insolvência, a ausência de processos normalizados, de documentação e de informação sobre a qualidade de crédito dos emitentes.

Como primeiro passo para o desenvolvimento de mercados europeus de colocações privadas, um consórcio de associações industriais elaborou guia sobre as práticas comuns de mercado, princípios e documentação normalizada para colocações privadas, compatíveis com uma diversidade de quadros legislativos. O guia foi recentemente publicado e as primeiras emissões deverão realizar-se em breve. A Comissão acolhe favoravelmente esta abordagem baseada no mercado, que poderia contribuir para facilitar a criação de um mercado europeu de colocação privada a curto prazo.

Perguntas

- 1) Para além dos cinco domínios prioritários de ação a curto prazo, quais os outros domínios que devem ser prioritários?*
- 2) Que outras medidas em matéria de normalização e disponibilização da **informação sobre a solvabilidade das PME** poderiam favorecer o mercado de financiamento das PME e de capital de arranque e alargar a base de investidores?*
- 3) Como apoiar os **FEILP**, com vista a incentivar a sua utilização?*
- 4) Qual a necessidade de uma ação da UE para apoiar o desenvolvimento dos mercados de **colocações privadas** para além do apoio aos esforços ditados pelos mercados para acordar normas comuns?*

⁷ Ver relatório ICMA, 3º semestre de 2014

Secção 4: Medidas destinadas a desenvolver e a integrar os mercados de capitais

Para beneficiar de um mercado único de capitais plenamente integrado, há que superar desafios, nomeadamente nos três principais domínios seguintes;

- melhorar o **acesso ao financiamento** para todas as empresas na Europa (em especial as PME) e aos projetos de investimento, tais como as infraestruturas;
- **desenvolver e diversificar as fontes de financiamento** oferecidas pelos investidores na UE e em todo o mundo; e
- **tornar mais eficaz o financiamento dos mercados**, estabelecendo a ponte entre os investidores e os que procuram financiamento em moldes mais eficientes e a menores custos, tanto nos Estados-Membros como além-fronteiras.

4.1 Melhorar o acesso ao financiamento

Por último, dadas a sua dimensão e importância, o bom funcionamento dos mercados de ações e obrigações será crucial para garantir uma união efetiva dos mercados de capitais e o mais amplo acesso ao financiamento. Existem, no entanto, grandes fricções nos fluxos de financiamento, em especial para as pequenas e médias empresas e projetos a mais longo prazo, tais como infraestruturas, ambos fundamentais para o aumento da capacidade produtiva e o crescimento económico. Estes problemas de financiamento são especialmente agudos nos Estados-Membros mais afetados pela crise.

No que respeita ao crédito, desde sempre que as **PME** têm dependido principalmente do financiamento bancário. Durante a crise, as decisões sobre empréstimos bancários tornaram-se inevitavelmente mais seletivas, tanto por condicionalismos inerentes aos balanços dos bancos como pelo aumento da probabilidade de incumprimento por parte dos mutuários. Os mercados de capitais podem complementar o papel dos empréstimos bancários às PME, contudo a diversidade destas últimas e a escassez de informação sobre a sua solvência leva a que os empréstimos baseados nas relações com o cliente sejam mais adaptados.

No entanto, as fontes de financiamento alternativas podem desempenhar um importante papel, em especial para **as empresas em fase de arranque e as pequenas empresas, mas de crescimento rápido em setores inovadores**. Normalmente, à partida, estas empresas apresentam no início fluxos de caixa reduzidos e dependem do financiamento externo para desenvolver a sua atividade. O financiamento bancário e outros instrumentos de financiamento, como a locação financeira e o *factoring*, são, frequentemente, de difícil acesso ou insuficientes para as empresas com ativos incorpóreos significativos que não podem ser facilmente utilizados como garantia para obter empréstimos bancários.

O acesso aos mercados públicos de capitais é dispendioso, não só para as PME, como para as **empresas de dimensão média** que, provavelmente, terão mais facilidade do que as PME em angariar fundos nos mercados públicos. As emissões de ações e de títulos de crédito caracterizam-se por custos fixos substanciais impostos por diligências devidas e requisitos regulamentares. Tal inclui os custos de divulgação de informação exigidos pelos investidores ou autoridades reguladoras, o cumprimento de outros requisitos em matéria de governo das sociedades e de notações externas. Além disso, as empresas numa fase precoce de desenvolvimento podem ter um interesse comercial em não divulgar informações

pormenorizadas sobre o seu plano de atividades. Podem ter relutância em ceder o controlo ou em lidar com um maior controlo externo. Estas características excluem muitas vezes as pequenas e médias empresas do acesso aos mercados públicos de ações e de dívida, levando-as sobretudo a optar pelos mercados privados de ações que são em geral menos normalizados, mais complexos e frequentemente mais dispendiosos.

As **grandes empresas** têm normalmente dimensão suficiente para assumir os custos fixos de acesso aos mercados de capitais e para que cada emissão individual seja suficientemente importante para atrair subscritores, investidores e analistas. No entanto, embora a emissão de obrigações das empresas tenha aumentado significativamente nos últimos anos, compensando em parte o declínio dos empréstimos bancários, a emissão de ações cotadas manteve-se moderada na Europa. A existência de mercados mais eficazes e eficientes pode ajudar a reduzir os custos de acesso aos mesmos, beneficiando todas as empresas.

Por último, para manter a sua competitividade, a UE precisa de um montante significativo de **investimento em novas infraestruturas**. O fluxo de fundos para este tipo de projetos é, no entanto, limitado por uma visão de curto prazo, entraves regulamentares e outros. Além disso, muitos projetos de infraestruturas têm características de bens públicos, o que implica que o financiamento privado, por si só, pode não ser adequado para alcançar o nível ideal de investimento. O FEIE dará um contributo importante para estimular o investimento em projetos de infraestruturas⁸, contudo a Comissão gostaria de obter outros pontos de vista sobre outros meios para atingir este objetivo.

Resolver os problemas de informação

Na Europa, a maioria das PME só contacta os bancos para obtenção de financiamento. Mesmo sendo viáveis, cerca de 13 % das candidaturas são rejeitadas, frequentemente por não satisfazerem os perfis de risco pretendido pelos bancos. Muitas vezes, mas nem sempre, os bancos remetem as PME para outros prestadores de financiamento. É normal que nem os bancos nem as PME estejam suficientemente informados da existência de alternativas. Os bancos poderiam ser incentivados a prestar melhor informação às PME cujos pedidos de crédito são recusados e a sensibilizá-las para outras possibilidades de financiamento.

As normas internacionais de relato financeiro (IFRS) têm desempenhado um papel fundamental para promover uma linguagem contabilística única na UE, facilitando o acesso das grandes empresas da UE aos mercados mundiais de capitais. A aplicação plena das IFRS às empresas mais pequenas, em especial as que pretendem aceder às plataformas de negociação especializadas, constituiria, porém, uma fonte de custos suplementares. O desenvolvimento de uma norma de contabilidade comum de elevada qualidade, adaptada às empresas cotadas em determinadas plataformas de negociação⁹, pode ser um passo em frente em termos de transparência e de comparabilidade, e se for aplicada proporcionalmente, poderia aumentar a atratividade das empresas junto dos investidores estrangeiros. A norma poderá tornar-se uma característica dos mercados das PME em crescimento e ser utilizada em maior escala.

⁸ No contexto dos investimentos em infraestruturas, os Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEIE) também podem desempenhar um papel importante, desde que os critérios de elegibilidade relevantes sejam cumpridos.

⁹ Por exemplo, sistemas de negociação multilateral (MTF).

A **transparência dos projetos de infraestruturas e das reservas de projetos**, poderia aumentar a sua atratividade junto dos investidores privados e ajudar as autoridades de supervisão a adotar um regime prudencial mais adaptado aos investimentos em infraestruturas. O relatório do grupo de trabalho sobre investimento de dezembro de 2014 propôs a criação de um sítio Web central a nível da UE com ligações para projetos/reservas de projetos dos Estados-Membros e inclusão de informações sobre projetos da UE (por exemplo, no âmbito do mecanismo «Interligar a Europa» e dos Fundos Europeus Estruturais e de Investimento). Com base neste relatório, a Comissão propôs a criação de uma reserva europeia de projetos de investimento, a fim de facilitar o acesso dos investidores às informações sobre oportunidades de investimento em toda a UE e maximizar a sua participação no financiamento¹⁰. Tal incluirá a criação de um sítio Web específico e normas comuns sobre apresentação de dados. A criação dessa reserva de projetos terá por base o trabalho já iniciado em alguns Estados-Membros.

Normalização enquanto mecanismo de lançamento dos mercados

Embora a normalização não esteja isenta de inconvenientes, alguns mercados podem ser lançados com um conjunto comum em matéria de regras do mercado, transparência das características do produto e supervisão e aplicação coerentes. Um certo grau de normalização pode atrair mais investidores e aumentar a dimensão e liquidez do mercado. É este o caso, em particular, nos Estados-Membros mais pequenos, cujos mercados não atingem a dimensão mínima de eficiência se estiverem limitados aos volumes de capital nacionais. Quando as normas comuns não são necessárias ou difíceis de alcançar, os esforços políticos podem, por seu turno, visar o estabelecimento de boas práticas em toda a UE para promover o desenvolvimento de certos instrumentos financeiros.

O desenvolvimento de um **mercado europeu de obrigações cobertas mais integrado**, com uma boa relação custo-eficácia poderia contribuir para o financiamento dos bancos e proporcionar aos investidores um maior leque de oportunidades de investimento. O êxito das obrigações cobertas como instrumentos de financiamento está estreitamente relacionada com o desenvolvimento de quadros jurídicos nacionais específicos. Em 2015, a Comissão irá proceder a uma consulta sobre o mérito e potencial configuração de um quadro da UE para obrigações cobertas e apresentar medidas para alcançar uma maior integração dos mercados de obrigações cobertas, com base na experiência adquirida com o bom funcionamento dos quadros nacionais. A Comissão também se debruçará sobre a necessidade de fornecer aos investidores mais informações sobre as garantias subjacentes às obrigações cobertas e outros créditos estruturados, semelhantes aos requisitos de divulgação de dados sobre empréstimos referentes a instrumentos financeiros estruturados.

Não obstante o recente aumento da emissão de **obrigações de empresas**, a situação caracteriza-se por baixos níveis da normalização e de transparência dos preços. Embora, nos últimos anos, tenham surgido em alguns Estados-Membros novas plataformas de negociação eletrónica de obrigações destinadas a investidores não profissionais, a falta de normalização pode inibir o desenvolvimento de plataformas de negociação de obrigações e de um mercado secundário líquido. Uma maior normalização das emissões de dívida das empresas poderia permitir o desenvolvimento de um maior no mercado secundário mais líquido para as obrigações de empresas. A Comissão pretende conhecer os pontos de vista sobre se a possibilidade de desenvolver métodos mais uniformes no mercado da dívida das empresas

¹⁰ Ver COM(2015)10 final, artigo 9.º

deve ser explorada de forma mais abrangente e se tal pode ser melhor alcançado através de uma iniciativa liderada pelo mercado ou de uma intervenção regulamentar.

Uma outra categoria emergente de investimento, com potencial para proporcionar um acesso suplementar ao financiamento são os **investimentos ambientais, sociais e no governo das sociedades**, tais como as obrigações ecológicas. As receitas das obrigações verdes são diretamente canalizadas para projetos e atividades que promovam a sustentabilidade ambiental ou sirvam outros objetivos conexos. O rápido crescimento deste mercado é acompanhado de um processo de normalização determinado pelo mercado que tenha em conta critérios de seleção desenvolvidos para as obrigações ecológicas, nomeadamente pelo Banco Mundial, o Banco Europeu de Investimento e o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento. Os participantes no mercado estão atualmente a desenvolver orientações de carácter voluntário, denominadas «princípios relativos às obrigações verdes», que recomendam a transparência e promovem a integridade no desenvolvimento do mercado de obrigações verdes, clarificando a abordagem da emissão destes títulos.

Facilitar o desenvolvimento de meios alternativos de financiamento

Embora a natureza dos mecanismos em linha, tais como o *peer to peer lending* (o financiamento coletivo) e o financiamento participativo, apresente grande potencial para contribuir para o financiamento da economia para além das fronteiras nacionais, os indícios de atividade transfronteiriça ou paneuropeia nestes domínios são escassos. No seguimento da Comunicação sobre o financiamento participativo (crowdfunding)¹¹, a Comissão está a recolher informações sobre a abordagem da indústria relativamente à divulgação de informações e sobre as abordagens dos Estados-Membros no que respeita à regulamentação. Os resultados preliminares sugerem que as diversas abordagens nacionais nestes domínios podem incentivar o financiamento participativo a nível local, mas podem não ser necessariamente compatíveis entre si num contexto transfronteiriço.

Perguntas

5) *Que outras medidas poderiam contribuir para melhorar o acesso ao financiamento e encaminhar os fundos para os que dele necessitam?*

6) *Devem ser tomadas medidas para promover uma maior liquidez nos mercados de obrigações das empresas, tais como a normalização? Em caso afirmativo, quais as medidas necessárias? Poderão ser alcançadas deixando agir o mercado ou exigem uma ação legislativa?*

7) *É necessária uma ação a nível da UE para facilitar o desenvolvimento de investimentos ASG (ambientais, sociais e no governo das empresas), normalizados, transparentes e responsáveis, incluindo as obrigações ecológicas, para além do apoio ao desenvolvimento de orientações ditadas pelo mercado?*

8) *Há vantagens no desenvolvimento de uma norma de contabilidade comum a nível da União Europeia para as pequenas e médias empresas cotadas nos MTF? Deverá essa norma tornar-se uma característica dos mercados para o crescimento das PME? Em caso afirmativo, em que condições?*

¹¹ COM(2014) 172

9) Há entraves ao desenvolvimento do financiamento participativo ou de peer to peer devidamente regulamentado, incluindo a nível transfronteiras? Como ultrapassá-los?

4.2 Desenvolver e diversificar as fontes de financiamento

A dimensão dos mercados de capitais depende, em última análise, do fluxo de poupanças para os instrumentos do mercado de capitais. Assim, para os mercados de capitais prosperarem, precisam de **atrair investidores institucionais, pequenos investidores e investidores internacionais**.

Promover o investimento institucional

A preponderância dos investidores institucionais a longo prazo nos mercados de capitais aumentou consideravelmente. No entanto, os obstáculos regulamentares e outros fatores podem limitar os fluxos de investimento institucional para projetos a longo prazo, incluindo o investimento em infraestruturas.

Com uma carteira de ativos superior a 17 000 mil milhões de EUR, a **indústria europeia da gestão de ativos** desempenha um papel fundamental na canalização do dinheiro dos investidores para a economia. Grande parte deste êxito é o resultado direto dos quadros que regem os fundos de investimento da Europa . O quadro relativo aos OICVM (organismos de investimento coletivo em valores mobiliários)¹² para os fundos mutualistas é uma norma internacional reconhecida. Por seu turno, a Diretiva gestores de fundos de investimento alternativos (DGfIA)¹³ instaurou um quadro operativo para os gestores de investimento alternativos europeus.

Atualmente, criar um fundo, tornar-se seu gestor autorizado e comercializá-lo acarreta custos regulamentares que variam entre os Estados-Membros. De um modo geral, a redução dos custos de criação de fundos e a sua comercialização no estandeiro reduziria os obstáculos à entrada no mercado e criaria maior concorrência. A par dos novos operadores, é igualmente importante que os fundos possam crescer e beneficiar de economias de escala. A Comissão gostaria de conhecer as opiniões sobre outras medidas suscetíveis de incentivar os investidores institucionais a mobilizar e a investir montantes superiores numa maior gama de ativos, tais como projetos a longo prazo, empresas em fase de arranque e PME.

Os setores das **pensões e dos seguros** possuem igualmente ativos significativos no valor de cerca de 12 000 milhões de EUR que podem ajudar a financiar os investimentos. O novo regime prudencial aplicável às **entidades seguradoras** a partir de 1 de janeiro de 2016, Solvência II¹⁴, permitirá que as empresas invistam mais em ativos a longo prazo, eliminando as restrições nacionais sobre a composição da sua carteira de ativos¹⁵. Além disso, a Comissão garantiu que a fórmula normalizada para calcular os requisitos de capital das seguradoras não coloca obstáculos ao investimento a longo prazo e adequa os passivos com maturidade a

¹² Diretiva 2014/91/UE;

¹³ Diretiva 2011/61/UE e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010.

¹⁴ Diretiva 2009/138/CE

¹⁵ Separadamente, no domínio da regulamentação prudencial bancária, o ato delegado da Comissão relativo ao rácio de cobertura de liquidez (LRC), prevê o reforço dos incentivos ao investimento em infraestruturas e PME, o que facilitaria os investimentos nestas últimas.

longo prazo com ativos com maturidade a longo prazo¹⁶. Embora este esforço fosse bem recebido, alguns defenderam um tratamento específico dos investimentos em infraestruturas, em relação à calibragem dos requisitos de capital das seguradoras e dos bancos. É necessário continuar a trabalhar para identificar os investimentos em infraestruturas, sob forma de dívida e/ou capital próprio, que apresentem um risco reduzido, com vista a uma eventual revisão das regras prudenciais e a criar subcategorias de infraestruturas.

Os regimes por capitalização para **regimes de pensões** desempenham um papel cada vez mais importante em alguns Estados-Membros. Esses regimes, geridos prudentemente e de forma a refletir a sua função social, podem contribuir para a sustentabilidade e a adequação do sistema de pensões, sendo um investidor cada vez mais importante na economia europeia. As novas regras sobre pensões, atualmente em debate, poderão eliminar os obstáculos para os regimes de pensões que invistam em ativos de longo prazo. Além disso, o intercâmbio de boas práticas poderá também aumentar a compatibilidade dos sistemas nacionais.

Tratando-se de pensões individuais, os prestadores estão sujeitos a uma série de diferentes atos legislativos da UE. Neste contexto, coloca-se a questão de saber se a introdução de um produto normalizado, por exemplo através de um «29.º» regime ou regime paneuropeu, eliminando os obstáculos ao acesso transfronteiras, poderia, potencialmente, reforçar o mercado único dos regimes individuais de poupança-reforma. Qualquer alteração tem de assegurar um nível eficaz de proteção dos consumidores, melhorando ao mesmo tempo a cobertura e garantindo um nível adequado de segurança das poupanças.

Como financiamento alternativo aos empréstimos bancários tradicionais ou de emissão de obrigações ou de ações, os **capitais de investimento e o capital de risco** desempenham um papel de relevo na economia europeia. Contudo os mercados de capital de risco nem sempre possuem a escala adequada. É o caso não só das bolsas de valores especializadas no financiamento de empresas de elevado crescimento, mas também de investimentos através de capital de risco na fase de arranque ou de desenvolvimento de novas empresas ou de empresas de alta tecnologia. Além disso, o desenvolvimento dos mercados de capital de risco entre os Estados-Membros é também muito variável: cerca de 90 % de todos os gestores de fundos de capital de risco estão concentrados em oito Estados-Membros¹⁷.

Em alguns Estados-Membros, os fundos de capital de risco enfrentam problemas para alcançar a escala necessária e alargar o risco de carteira. A ausência de uma cultura de participação no capital, a falta de informação, a fragmentação do mercado e os elevados custos parecem ser das principais razões para esta situação.

Num esforço para promover a oferta de capital de risco sob a forma de participação no capital ou empréstimos mediante determinadas condições às empresas em fase de arranque e empresas sociais, em 2013, a UE criou os fundos de capital de risco europeus (EuVECA)¹⁸ e os fundos europeus de empreendedorismo social (FESE)¹⁹. Até à data, o êxito destes fundos foram encorajadores, mas ainda existe margem para progressão. É provável que uma série de obstáculos impeçam uma maior implementação destes fundos. Uma preocupação particular consiste no facto de os gestores cuja carteira é superior a 500 milhões de EUR não poderem criar nem gerir um fundo deste tipo nem utilizar essas denominações para comercializar os

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm

¹⁷ Reino Unido, Alemanha, Suécia, Dinamarca, Finlândia, Países Baixos, França e Espanha.

¹⁸ Regulamento (UE) n.º 345/2013

¹⁹ Regulamento (UE) n.º 346/2013

fundos na UE. Alargar o leque de participantes no mercado pode, potencialmente, aumentar o número de EuVECA e EuSEF disponíveis.

O financiamento público pode também intervir, na medida em que as autoridades regionais são importantes financiadores do capital de risco em vários Estados-Membros. Os instrumentos financeiros da UE, tais como o Programa-Quadro para a Competitividade e a Inovação (PCI), os Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEEI)²⁰ e o investimento sob forma de capital apoiado por programas dos Fundos Estruturais têm sido bem sucedidos na mobilização de capital de risco para as PME. O programa da UE para a competitividade das PME (COSME)²¹ e os programas «Horizonte 2020» apoiar-se-ão neste êxito. Além disso, em julho de 2014, as regras em matéria de auxílios estatais foram alteradas a fim de permitir uma maior intervenção do Estado, se for caso disso, no desenvolvimento do mercado de financiamento de risco e ajudar as PME e as capitalizações médias de pequena dimensão ou inovadoras²². O desafio consiste em aumentar a escala dos fundos de capital de risco e determinar as modalidades de contribuição do financiamento público e privado.

A falta de oportunidades de saída para os investidores pode também constituir um obstáculo ao desenvolvimento do financiamento por capital de risco. A Comissão pretende saber se é possível adotar medidas para criar um ambiente mais favorável aos «business angels»²³, ao capital de risco e à introdução em bolsa, a fim de garantir melhores estratégias de saída aos investidores e incentivar o fornecimento de capital de risco ao arranque das empresas.

Os bancos continuarão a ser os principais intervenientes e participantes nos mercados de capitais, na qualidade de emitentes, investidores e intermediários, e continuarão a exercer uma função importante na intermediação de crédito através do seu papel no financiamento e na prestação de informações. Ao mesmo tempo, surgem novas tecnologias e modelos empresariais, tais como *peer to peer lending* (empréstimos coletivos) ou outros tipos de empréstimos diretos não bancários, que procuram oferecer financiamento às PME e às empresas em fase de arranque. A Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre a existência de obstáculos significativos à entrada no mercado que impeçam prestação destes serviços e ao seu desenvolvimento, ao lado dos empréstimos bancários.

Perguntas

10) Que medidas poderiam incentivar os investidores institucionais a aumentar e a investir montantes mais elevados numa gama mais vasta de ativos, em especial projetos de longo prazo, PME e novas empresas inovadoras e de elevado crescimento?

11) Que medidas poderiam ser tomadas a fim de reduzir os custos para os gestores de fundos decorrentes da criação e comercialização de fundos em toda a UE? Quais os obstáculos que impedem os fundos de beneficiar de economias de escala?

²⁰ Regulamento (UE) n.º 1303/2013

²¹ Regulamento (UE) n.º 1287/2013

²² 2014/C 19/04

²³ Os *business angels* são investidores individuais, normalmente com experiência empresarial, que fornecem capital às empresas em fase de arranque.

12) *Os trabalhos sobre o tratamento específico dos investimentos em infraestruturas devem visar determinadas subclasses de ativos claramente identificáveis? Em caso afirmativo, a quais deve a Comissão dar prioridade nas futuras revisões das regras prudenciais como o Regulamento CRDIV/CRR e a Solvência II?*

13) *A introdução de um produto normalizado ou remoção dos atuais obstáculos ao acesso transfronteiras reforçariam o mercado único dos produtos de pensões?*

14) *As alterações aos regulamentos EuVECA e EuSEF facilitariam aos grandes gestores de fundos da UE a gestão deste tipo de fundos? Outras eventuais mudanças a operar para aumentar o número destes fundos?*

15) *Como é que a UE pode continuar a desenvolver capital de investimento e de risco como fontes alternativas de financiamento da economia? Em especial, que medidas poderiam aumentar a escala dos fundos de capital de risco e aumentar as oportunidades de saída para os investidores de capital de risco?*

16) *Existem entraves que impeçam o crescimento seguro dos empréstimos diretos, bancários ou não, às empresas que necessitam de financiamento?*

Promover os investimentos de retalho

A apetência dos investidores de retalho pelo investimento direto nos mercados de capitais é, em geral, pouco relevante em toda a UE e a maioria prefere investimentos institucionais coletivos. No entanto, as famílias europeias possuem importantes poupanças nos bancos que poderiam ser utilizadas mais produtivamente. A descida das taxas de juro sobre os depósitos poderá incentivar as famílias a transferir o seu património financeiro dos bancos para o mercado de valores mobiliários.

Os produtos dos fundos mutualistas, tais como os OICVM, são meios populares para que os pequenos investidores passem a investir nos mercados de capitais. Não obstante, a taxa de participação direta a retalho nos OICVM continua a ser relativamente baixa: em 2013, As famílias representaram apenas 26 % da propriedade dos fundos de investimento na zona euro²⁴. A fim de assegurar uma maior escolha de produtos dos fundos de investimento e o aumento da concorrência, a Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre as modalidades de aumento da participação transfronteiras de particulares nos OICVM.

Os investidores de retalho só serão atraídos a investir nos mercados de capitais se estes últimos e os intermediários financeiros que neles operam lhes inspirarem confiança e se acreditarem que podem obter maior rendimento para as suas poupanças. Restabelecer a confiança dos investidores é uma grande responsabilidade e um desafio para o setor financeiro. Uma melhor informação financeira também proporcionar aos consumidores uma escolha mais fácil e melhor dos produtos financeiros e compará-los entre si. Existem vários programas nacionais para melhorar a informação e a educação financeiras, assim como o projeto da UE «Consumer Classroom». Alguns produtos financeiros simples ou mais normalizados, disponíveis em determinados Estados-Membros, também poderão ser úteis em certos casos.

²⁴ Associação Europeia de Gestão de Fundos e Ativos, Fact Book 2014

A regulamentação e a supervisão podem contribuir para consolidar a confiança dos investidores. A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) foram empossadas de maiores poderes em matéria de proteção dos investidores através de MiFID II²⁵ e de outros regulamentos. Tal como referido no último relatório da Comissão sobre as Autoridades Europeias de Supervisão (AES)²⁶, em caso de necessidade, os seus mandatos no domínio da proteção do consumidor/investidor poderiam ser clarificados e reforçados.

O aumento da concorrência transfronteiras nos serviços financeiros de retalho poderia proporcionar maior escolha, preços mais baixos e serviços de melhor qualidade. Os serviços financeiros fornecidos por meios eletrónicos e móveis poderiam contribuir para alcançar este objetivo, desde que as preocupações com a proteção contra a fraude, a pirataria informática e o branqueamento de capitais sejam tidas em conta, mantendo porém a facilidade de utilização para os consumidores. A Comissão dará início aos trabalhos preparatórios sobre a forma como o mercado único dos serviços financeiros de retalho pode trazer mais benefícios para os consumidores.

Perguntas

17) Como aumentar a participação transfronteira dos particulares nos OICVM?

18) Como aumentar a contribuição da AES para assegurar a proteção dos consumidores e investidores?

19) Quais as medidas políticas suscetíveis de aumentar o investimento de retalho? Outras iniciativas para capacitar e proteger os cidadãos da UE que pretendam adecer aos mercados de capitais?

20) em termos de desenvolvimento de produtos de investimento simples e transparentes para os consumidores, existem boas práticas nacionais para que possam ser partilhadas?

Atrair investimento estrangeiro

Os mercados europeus de capitais devem ser abertos e competitivos a nível mundial, bem regulamentados e integrados para atrair o investimento estrangeiro, o que significa a manutenção de elevados padrões na UE, a fim de assegurar a integridade do mercado, a estabilidade financeira e a proteção dos investidores. Atendendo à natureza global dos mercados de capitais, é importante que a união dos mercados de capitais se desenvolva tendo em conta este fator.

Embora a diminuição gradual dos fluxos de capital em termos brutos, observada depois da crise, tenha afetado todas as regiões da UE (e a área do euro em particular), assitiu-se um grande declínio dos fluxos internos e externos de capitais brutos em percentagem do PIB. Todos os componentes dos fluxos internos de capital bruto (investimentos de carteira, investimento direto estrangeiro e créditos detidos junto de intermediários bancário) eram mais baixos em 2013 do que em 2007.

²⁵ Diretiva 2014/65/UE e que altera as Diretivas 2002/92/CE e 2011/61/UE.

²⁶ COM(2014) 509.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), no final de 2013 o total mundial de investimentos em carteira transfronteiras foi de 25 mil milhões de EUR. O volume total de investimentos de carteira transfronteiras entre os Estados-Membros da UE cifrou-se em 9,6 mil milhões de EUR, enquanto os investimentos de carteira provenientes de fora da UE ascenderam a 5 mil milhões de EUR. Por conseguinte, existe ainda uma ampla margem para atrair mais investimentos dos países terceiros sob forma de capital e de dívida.

A política internacional de comércio de investimento²⁷ da UE tem um importante papel a desempenhar no apoio aos investimentos internacionais. Os acordos internacionais em matéria de comércio e investimento liberalizam a circulação de capitais, regulam o acesso ao mercado e investimento, incluindo a prestação de serviços financeiros, e podem contribuir para alcançar um nível adequado de proteção dos investidores na Europa e condições equitativas em toda a UE²⁸. Além disso, a Comissão contribui para os trabalhos realizados a nível internacional sobre livre circulação de capitais, incluindo, por exemplo, os códigos da OCDE de liberalização dos movimentos de capitais.

Há que facilitar a comercialização direta dos fundos de investimento e de outros instrumentos europeus de investimento em países terceiros. Este objetivo poderá ser alcançado, reduzindo os obstáculos que entravam o acesso das instituições e dos serviços financeiros da UE aos mercados de países terceiros, nomeadamente, se necessário, graças à abertura de mercados para a gestão de ativos transfronteiras no âmbito de futuros acordos comerciais.

À luz destas tendências, a Comissão gostaria de obter os pontos de vista sobre as medidas que poderiam ser tomadas para aumentar a atratividade dos mercados da UE junto dos investidores internacionais.

Perguntas

21) Poderiam ser tomadas outras medidas no domínio da regulamentação dos serviços financeiros para assegurar a competitividade da UE a nível internacional e provar que é um lugar atraente para os investimentos?

22) Que medidas devem ser tomadas para facilitar o acesso das empresas da UE aos investidores e mercados de capitais dos países terceiros?

4.3 Melhorar a eficácia do mercado – intermediários, infraestruturas e quadro jurídico mais amplo.

Conjunto único de regras, aplicação e concorrência

O desenvolvimento de um conjunto único de regras nos últimos anos constituiu um grande passo no sentido de uma maior harmonização do quadro regulamentar dos mercados de

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ Nos seus acordos comerciais e de investimento, a UE pretende também assegurar garantias adequadas para salvaguardar as proteções que se impõem em domínios como a segurança, a saúde, a proteção do ambiente ou a diversidade cultural.

capitais em que as empresas podem competir além fronteiras em condições equitativas. O êxito do conjunto único de regras também depende da aplicação efetiva e coerente da regulamentação. Ainda existem alguns diplomas legislativos-chave da UE que permitem a inclusão de requisitos pelos Estados-Membros, a denominada sobre-regulamentação, tendo igualmente surgido interpretações divergentes das regras. A Comissão, em cooperação com os Estados-Membros e a ESA, está a desenvolver esforços para garantir que a legislação da UE é corretamente aplicada e executada no terreno.

A concorrência desempenha um papel primordial para garantir que os consumidores obtenham os melhores produtos e serviços, a preços justos, e que os fluxos de investimento são canalizados para as utilizações mais produtivas. Sempre que possível, há que eliminar os obstáculos à entrada de concorrentes, devendo ser assegurado o acesso à infraestrutura do mercado financeiro. Para apoiar mercados de capitais mais eficazes e eficientes, a Comissão fez uso das suas competências em matéria de concorrência em vários processos nos últimos anos. A Comissão continuará a garantir que o direito da concorrência seja rigorosamente aplicado, a fim de evitar restrições ou distorções de concorrência que afetam a emergência de mercados de capitais integrados e eficientes.

Importa também assegurar o cumprimento do princípio da livre circulação de capitais, a fim de suprimir os entraves injustificados aos fluxos de investimento na UE. Por exemplo, as exigências impostas pelos Estados-Membros de acolhimento sobre os operadores de mercado com um passaporte europeu de comercialização concedido pelo seu Estado-Membro de origem podem, em certos casos, constituir um obstáculo injustificado à livre circulação de capitais. Um quadro mais estável, transparente e previsível para os investidores contribuirá para criar um clima de confiança e reforçar a atratividade do mercado único como lugar para investir a longo prazo.

Convergência no domínio da supervisão

Embora os quadros regulamentares dos mercados de capitais tenham sido amplamente harmonizados, o êxito das reformas depende também da implementação e aplicação coerente das regras. As autoridades europeias de supervisão (AES) desempenham um papel fundamental na promoção da convergência. A Comissão publicou recentemente um relatório sobre o funcionamento das AES e do Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF)²⁹ que identificava um certo número de domínios suscetíveis de ser melhorados a curto e médio prazo. A Comissão continuará a analisar o funcionamento das AES, assim como a sua governação e financiamento.

As Autoridades Europeias de Supervisão têm um papel importante a desempenhar na promoção contínua de uma maior convergência neste domínio, dando maior relevo à avaliação pelos pares e ao recurso a este sistema, assim como ao acompanhamento adequado. Além disso, o uso de mecanismos de resolução de litígios, sempre que necessário, e de poderes de investigação relativamente às alegadas violações do direito da UE, poderia facilitar a aplicação e implementação coerente do direito da UE em todo o mercado único.

Importa ponderar o papel desempenhado pelas AES neste contexto. Na medida em que os regimes de supervisão nacionais podem resultar em diferentes níveis de proteção dos investidores, entraves às operações transfronteiras e desencorajar as empresas de procurar

²⁹ COM(2014) 509.

financiamento noutros Estados-Membros, as AES podem também desempenhar um papel de destaque no reforço da convergência.

Dados e relatórios

O desenvolvimento de dados comuns e a apresentação de relatórios em toda a UE poderia contribuir para apoiar o reforço da integração dos mercados de capitais. Por exemplo, nos mercados de capitais, é essencial dispor de informações consolidadas para garantir a qualidade, a disponibilidade e atualidade de informações pós-negociação. Se os esforços impulsionados pelo mercado se revelarem insuficientes para fornecer informações consolidadas, facilmente acessíveis e utilizáveis pelos participantes no mercado em condições comerciais razoáveis, poderão equacionar-se outras soluções, incluindo confiar a prestação de informações consolidadas a uma entidade comercial. A Comissão procurará também assegurar que a divulgação da informação consolidada em termos comercialmente razoáveis não será entravada.

Abordagens mais eficazes da supervisão e de relatórios de mercado que envolvam as autoridades nacionais ou a ESMA, por exemplo no que respeita às abordagens comuns de TI para certos requisitos de apresentação de relatórios, poderão igualmente ser úteis aos participantes no mercado. A Comissão gostaria de obter os pontos de vista sobre a necessidade de novas iniciativas para melhorar os dados e a comunicação na UE e que forma assumiriam.

Infraestruturas de mercado e legislação sobre valores mobiliários

As infraestruturas de mercado e a legislação sobre valores mobiliários, ou seja o dispositivo que canaliza os investimentos e a legislação que os rege, são fatores determinantes para a eficácia e facilidade dos investimentos. O quadro regulamentar aplicável às infraestruturas do mercado está em vias de ser posto em prática, através de diplomas que garantam a solidez das contrapartes centrais (CCP) e dos depositários centrais de títulos (CDT) e do projeto «Target 2 Securities» (T2S), gerido pelo Eurossistema. Tal como anunciado no seu programa de trabalho, a Comissão tenciona apresentar uma proposta legislativa para a criação de um quadro europeu para a recuperação e resolução de instituições financeiras sistemicamente relevantes, tais como as contrapartes centrais. No entanto, alguns aspetos relativos às infraestruturas de mercado nas quais se apoia a negociação poderiam ainda ser melhorados.

As **garantias** são um elemento essencial do sistema financeiro, uma vez que estão na base de um grande número de operações no mercado e proporcionam uma rede de segurança se surgirem problemas. A fluidez das garantias em toda a UE é atualmente limitada, impedindo os mercados de funcionar eficazmente. Desde a crise financeira, a procura de garantias aumentou, impulsionada pela procura de financiamento mais seguro e novos requisitos regulamentares, tal como indicado no Regulamento relativo à Infraestrutura do Mercado Europeu (EMIR)³⁰ e Regulamento relativo aos Requisitos de Fundos Próprios (RRFP)³¹. Com o aumento da prestação de garantias, existe o risco de que os mesmos valores mobiliários estejam a ser reutilizados para apoiar várias operações como foi o caso antes da crise, estando em curso trabalhos a nível internacional para abordar este problema. A Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre a eventual realização de trabalhos para facilitar um fluxo de garantias devidamente regulamentadas em toda a UE.

³⁰ Regulamento (UE) n.º 648/2012.

³¹ Regulamento (UE) n.º 575/2013 que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

Além disso, embora tenha havido progressos consideráveis na harmonização das regras necessárias para a transparência e a integridade dos mercados de valores mobiliários, **a legislação relativa aos direitos dos investidores em títulos difere consoante os Estados-Membros**. Desta feita, os investidores têm dificuldade em avaliar o risco dos investimentos de capital nos diferentes Estados-Membros. As discussões sobre esta matéria começaram há mais de dez anos, desde a publicação do segundo relatório Giovaninni, em 2003. A questão é, no entanto, complexa, na medida em que se prende com a legislação relativa à propriedade, contratos, sociedades comerciais e insolvência, bem como com a legislação sobre a detenção de valores mobiliários e conflitos de leis. Segundo alguns pontos de vista divergentes, a harmonização a nível da UE e uma única definição europeia de valores mobiliários não seriam necessárias. Além disso, argumenta-se que o lançamento de Target 2 Securities, em meados de 2015, eliminará os riscos jurídicos e operacionais associados à transferência e à detenção de valores mobiliários em toda a UE, reduzirá os custos e poderia aumentar o investimento transfronteiras. À luz destes condicionalismos, a Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre a viabilidade e fiabilidade das alterações específicas à legislação relativa às regras de detenção de valores mobiliários com vista a reforçar a integração dos mercados de capitais na UE.

Outro aspeto importante para o desenvolvimento de um mercado paneuropeu da titularização e dos acordos de garantia financeira, mas também de outras atividades, como o *factoring*, consiste em conseguir maior segurança jurídica nas transferências transfronteiras de créditos e a ordem de prioridade dessas transferências, especialmente nos casos de insolvência. Em 2015, a Comissão publicará um relatório com os problemas detetados e possíveis soluções.

Os bancos desempenham um papel fundamental, não só na concessão de crédito, mas também na intermediação nos mercados de capitais, nomeadamente através da disponibilização de liquidez através da atividade de criação de mercado. Alguns estudos revelam sinais de diminuição de liquidez em determinados segmentos de mercado, mas também que o custo da liquidez pode ter sido subapreciado no período anterior à crise. A diminuição da liquidez é atribuída por alguns a uma necessária correção do mercado, bem como a uma diminuição da confiança dos mercados na sequência da crise, e a outras medidas regulamentares adotadas a nível mundial depois da crise. A Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre o modo de obter condições de liquidez mais robustas e a preços mais justos, nomeadamente as medidas a adotar para apoiar a liquidez nos segmentos vulneráveis e se existem barreiras à entrada de novos intervenientes no mercado suscetíveis desempenhar um papel de relevo na adequação entre compradores e vendedores.

Direito das sociedades, governo das sociedades, insolvência e tributação

Existe legislação na UE no domínio do **governo das sociedades** (por exemplo, sobre as declarações do governo das sociedades³², o exercício transfronteiras dos direitos dos acionistas³³). Contudo esta área continua muitas vezes a ser da competência exclusiva do direito e das normas nacionais. Após a crise financeira, procedeu-se a uma análise do quadro da UE do governo das sociedades através de duas consultas³⁴. A revisão em curso da Diretiva relativa os direitos dos acionistas visa incentivar os investidores institucionais e os gestores de ativos a conceder mais capital a longo prazo às empresas.

³² Diretiva 2006/46/CE.

³³ Diretiva 2007/36/CE.

³⁴ COM(2010) 284 e COM(2011) 164.

A proteção dos **direitos dos acionistas minoritários melhora o governo das empresas e aumenta a sua atratividade junto dos investidores estrangeiros** que são, muitas vezes, investidores minoritários. Outro aspeto ilustrativo de bom governo das sociedades é a eficácia dos seus conselhos de administração em termos de controlo dos gestores das empresas. Na medida em que protegem os interesses dos investidores, os conselhos de administração das empresas, eficientes e competentes, são outro dos aspetos fundamentais para a captação de investimentos.

Apesar de várias diretivas sobre o direito das sociedades³⁵, as empresas continuam a confrontar-se com importantes obstáculos à sua **reestruturação e mobilidade transfronteiras**. Para ultrapassar os entraves ao estabelecimento e ao funcionamento de empresas transfronteiras, poderá ser útil proceder a novas reformas do direito das sociedades.

As divergências entre as **regras nacionais sobre conflitos de leis** no que se refere ao funcionamento interno de uma empresa são suscetíveis de gerar insegurança jurídica, já que podem conduzir a uma situação em que uma empresa está simultaneamente sujeita à legislação de vários Estados-Membros, por exemplo, nos casos em que uma empresa esteja estabelecida num Estado-Membro, mas opera principalmente a partir de outro Estado-Membro.

Devido à sua complexidade, o debate em torno da harmonização das **legislações substantivas em matéria de insolvência** arrastou-se nos últimos 30 anos. Porém, registaram-se progressos consideráveis nas regras sobre conflitos de leis nos processos de insolvência transfronteiras³⁶. No entanto, em termos das suas características principais e eficácia, os quadros nacionais subjacentes em matéria de insolvência continuam a apresentar divergências.³⁷ Ao reduzir estas divergências estar-se-ia a contribuir para a emergência de mercados paneuropeus de ações (capital) e de dívida, na medida em que se reduziria a incerteza junto dos investidores que têm avaliar os riscos em vários Estados-Membros. Além disso, a falta ou a insuficiência de regras que permitam uma reestruturação antecipada da dívida em muitos Estados-Membros, a ausência de disposições sobre uma «segunda oportunidade», assim como a duração e os custos excessivos de um processo formal de insolvência, podem implicar um taxa de recuperação reduzida para os credores, constituindo um desincentivo para os investidores. Com vista à realização de progressos em matéria de insolvência, a Comissão adotou uma recomendação relativa a uma nova abordagem da falência e insolvência³⁸ das empresas na qual insta os Estados-Membros a aplicar procedimentos antecipados de reestruturação e disposições relativas a uma «segunda oportunidade». A recomendação convida igualmente os Estados-Membros a considerar a aplicação destes princípios ao sobre-endividamento e à falência dos consumidores. Em 2015, está previsto proceder a uma avaliação da recomendação.

As diferenças entre os **regimes fiscais** dos Estados-Membros podem impedir o desenvolvimento de um mercado único dos capitais e criar obstáculos aos investimentos transfronteiras, tais como as pensões e seguros de vida. No seguimento do Livro Branco sobre

³⁵ Por exemplo, Regulamento (CE) n.º 2157/2001 e Diretiva 2005/56/CE.

³⁶ Em 2015, o Regulamento n.º 1346/2000 relativo aos processos de insolvência será substituído por um instrumento jurídico melhorado.

³⁷ Documento de trabalho dos serviços da Comissão (2014) 61 final.

³⁸ Recomendação C (2014) 1500 da Comissão.

as Pensões³⁹, a Comissão realizou um estudo sobre as regras discriminatórias em matéria de capital, contribuições e pagamentos no âmbito das poupanças reforma e dos seguros de vida. Numa fase posterior, a Comissão tomará as medidas necessárias se constatar a existência de regras e disposições fiscais discriminatórias nos investimentos transfronteiras em bens imóveis efetuados por companhias de seguros vida e fundos de pensões. Prosseguem igualmente os trabalhos de simplificação dos **procedimentos de isenção e de redução da taxa de retenção na fonte referentes ao pós-negociação**.

Para além das diferenças de tratamento fiscal dos vários intervenientes no mercado nos Estados-Membros, existem também diferenças no tratamento fiscal dos diferentes tipos de financiamento, o que pode criar distorções. Por exemplo, as diferenças no tratamento fiscal do financiamento da dívida e do capital próprio podem aumentar o recurso das empresas ao financiamento através da emissão de dívida ou de empréstimos bancários. Além disso, as diferenças na definição de dívida e de capital próprio entre os Estados-Membros e o seu tratamento fiscal, nomeadamente em relação a instrumentos de capital regulamentares podem afetar a igualdade de condições, fragmentar os mercados e criar oportunidades para a transferência de lucros.

Por último, a obtenção de financiamento é particularmente difícil para as empresas em fase de arranque, dado que não dispõem de garantias nem de experiência comprovada que possam tranquilizar os financiadores. As empresas em fase de arranque são, no entanto, mais suscetíveis de introduzir inovações no mercado do que constituir um desafio para a posição das grandes empresas já instaladas no mercado. Um estudo recente, encomendado pela Comissão Europeia⁴⁰, concluiu que os **incentivos fiscais à I & d** que visem jovens empresas inovadoras são uma prática eficaz.

Tecnologias

Um importante motor da integração dos mercados de capitais é o rápido desenvolvimento das novas tecnologias, que contribuíram, por exemplo, para o desenvolvimento de plataformas de negociação eletrónicas, a negociação de alta frequência e as chamadas empresas «FinTech». «FinTech» pode definir-se como a combinação de serviços financeiros inovadores e a disponibilidade de capital através da utilização das novas tecnologias (digitais), tais como o financiamento participativo (*crowdfunding*). De acordo com um relatório recente, desde 2008, o investimento global nas empresas FinTech triplicou, atingindo cerca de 3 mil milhões de USD em 2013; a tendência deverá prosseguir, com o investimento global em vias de aumentar para 8 mil milhões de USD até 2018⁴¹.

O direito europeu e o direito nacional das sociedades não acompanharam a evolução tecnológica e, por exemplo, **não integraram suficientemente as vantagens da digitalização**. O intercâmbio de informações entre as empresas, os acionistas e as autoridades públicas ainda se faz muitas vezes em papel. Por exemplo, em muitas empresas, acionistas ainda não podem votar eletronicamente e não existe um registo das empresas em linha à escala europeia. A utilização de tecnologias modernas nestes domínios pode ajudar a reduzir os custos e os

³⁹ Com base na consulta de 2010 sobre o Livro Verde, foi adotado, em 16 de fevereiro de 2012, o «Livro Branco – Uma agenda para pensões adequadas, seguras e sustentáveis». O Livro Branco faz um balanço dos desafios para a adequação e a sustentabilidade dos regimes de pensões e propõe uma série de medidas políticas a nível da UE.

⁴⁰ CPB (2014), "Study on R&D tax incentives", Taxation papers n.º 52.

⁴¹ <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

encargos, mas também assegurar uma comunicação mais eficiente, nomeadamente num contexto transfronteiras.

Perguntas:

23) *Existem mecanismos para melhorar o funcionamento e a eficiência dos mercados e que não são referidos no presente documento, especialmente no domínio do funcionamento e liquidez dos mercados de ações e obrigações?*

24) *Na sua opinião, existem domínios em que o conjunto único de regras continua a ser insuficiente?*

25) *Considera suficientes os poderes das AES para assegurar uma supervisão coerente? Que medidas suplementares relacionadas com uma supervisão a nível da UE poderiam contribuir substancialmente para o desenvolvimento da união dos mercados de capitais?*

26) *Tendo em conta a experiência do passado, existem alterações específicas às regras relativas à detenção de valores mobiliários suscetíveis de contribuir para uma maior integração dos mercados de capitais na UE?*

27) *Que medidas poderiam ser tomadas para melhorar os fluxos transfronteiras de garantias? Deverá melhorar-se o carácter executório transfronteiras das garantias e dos acordos de compensação com vencimento antecipado?*

28) *Quais os principais obstáculos à integração dos mercados de capitais decorrentes do direito das sociedades, incluindo o governo das sociedades? Existem medidas específicas que permitissem ultrapassá-los?*

29) *Quais os aspetos específicos da legislação em matéria de insolvência que carecem de harmonização de modo a favorecer o surgimento de um mercado de capitais paneuropeu?*

30) *Quais os obstáculos em torno da tributação, que devem ser analisados prioritariamente, a fim de contribuir para uma maior integração dos mercados de capitais na UE e para uma estrutura de financiamento mais robusta, a nível das empresas e através de que instrumentos?*

31) *Como é que a UE pode apoiar melhor o desenvolvimento de novas tecnologias e modelos empresariais pelo mercado, favorecendo a integração e a eficácia dos mercados de capitais?*

32) *Existem outros domínios não abordados no presente Livro Verde que, na sua opinião, exigem uma intervenção para se alcançar uma união dos mercados de capitais? Em caso afirmativo, quais os domínios e as modalidades de ação?*

SECÇÃO 5: PRÓXIMAS ETAPAS

Com base nos resultados desta consulta, a Comissão ponderará as ações prioritárias necessárias para pôr em prática, até 2019, as bases para uma União dos Mercados de Capitais integrada, bem regulamentada, transparente e líquida em todos os 28 Estados-Membros da União. Para além do apoio, sempre que possível, a iniciativas lideradas pelo mercado, a ação da UE pode assumir a forma de medidas não legislativas, atos legislativos, medidas de aplicação das regras de concorrência e ação contra as infrações, bem como recomendações específicas por país dirigidas aos Estados-Membros no contexto do Semestre Europeu. Os Estados-Membros são incentivados a examinar se as suas legislações e práticas nacionais criam barreiras e obstáculos e a encontrar soluções para os ultrapassar.

As partes interessadas são convidadas a enviar as suas respostas às perguntas do presente Livro Verde até [...] de 2015 através do **questionário em linha**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm Durante o processo de consulta, a Comissão Europeia:

- colaborará com o Parlamento Europeu para obter reações diretas dos seus membros;
- convida os Estados-Membros a organizar consultas e outras iniciativas com o público em geral e os seus deputados, a fim de promover o debate a nível nacional sobre a criação da União dos Mercados de Capitais e
- organizará de forma transparente e equilibrada seminários para consultar as partes com conhecimentos técnicos específicos (tais como universitários e agentes do mercado) a fim de obter um parecer esclarecido sobre questões específicas.

No verão de 2015, a Comissão organizará uma conferência para encerrar a consulta. No decurso de 2015, será publicado um plano de ação sobre a União dos Mercados de Capitais.