



**ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA**

**COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS**

---

**PARECER  
COM(2013)150  
Livro Verde - O Financiamento a Longo Prazo da Economia  
Europeia**

---



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

#### PARTE I - NOTA INTRODUTÓRIA

Nos termos do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, bem como da Metodologia de escrutínio das iniciativas europeias, aprovada em 8 de janeiro de 2013, a Comissão de Assuntos Europeus recebeu o Livro Verde - O Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia [COM(2013)150].

A supra identificada iniciativa foi enviada à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública e à Comissão de Economia e Obras Públicas, atento o respetivo objeto, as quais analisaram a referida iniciativa e aprovaram os Relatórios que se anexam ao presente Parecer, dele fazendo parte integrante.

De comum acordo entre os Relatores indicados pelas comissões parlamentares envolvidas, de acordo com a Metodologia e por se tratar de um Livro Verde, foram solicitados contributos às seguintes entidades: Banco de Portugal, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Instituto de Seguros de Portugal, Associação Portuguesa de Bancos e Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios, tendo todas elas apresentado contributos que também se anexam ao presente parecer, dele fazendo parte integrante. Foi ainda solicitado contributo à Associação Portuguesa de Seguradoras, que não se pronunciou.

Paralelamente, foi ainda solicitada, no mês de Abril, através da Senhora Secretária de Estado dos Assuntos Parlamentares e da Igualdade, a indicação de data para uma audição do membro do Governo competente em razão da matéria, em reunião que se pretendia conjunta da Comissão dos Assuntos Europeus, da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública e da Comissão de Economia e Obras Públicas. O pedido não obteve resposta.



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

#### PARTE II – CONSIDERANDOS

##### a) O Livro Verde

O Livro Verde intitulado “Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia” visa lançar um amplo **debate sobre as formas de aumentar a disponibilidade de financiamento e de melhorar e diversificar o sistema de intermediação financeira para os investimentos de longo prazo na Europa**. Para esse efeito, é promovida uma consulta pública, que decorre até 25 de junho e se estrutura em torno do Livro Verde e das 30 questões que nele são colocadas. O processo é acompanhado de um documento de trabalho dos serviços da Comissão.

No seguimento da consulta, de cujos resultados será publicada uma síntese, a Comissão Europeia propõe-se promover as iniciativas adequadas, seja na forma de iniciativas legislativas ou regulamentares, seja através do simples encorajamento de maior coordenação ou de melhores práticas, seja ainda através do acompanhamento específico de certos Estados-Membros no âmbito do Semestre Europeu.

O Livro Verde parte da constatação de que **a Europa enfrenta grandes necessidades de investimento a longo prazo** para concretizar as prioridades da Estratégia 2020, bem como as ações previstas no âmbito da política industrial 2012, da Iniciativa União da Inovação e do Mecanismo Interligar a Europa. Para financiar estes investimentos a longo prazo – decisivos para apoiar as reformas estruturais e regressar ao crescimento económico –, administrações públicas e empresas precisam de ter acesso a um financiamento previsível, seja através dos vários intermediários (vd. bancos, seguradoras e fundos de pensões), seja através do acesso direto aos mercados de capitais. Por **financiamento a longo prazo** entende-se aqui o processo pelo qual o sistema financeiro fornece financiamento para pagar investimentos que se estendem por “muito tempo” (no âmbito do G20 consideram-se financiamentos com prazo de vencimento superior a cinco anos ou fontes de financiamento sem prazo definido, como títulos representativos de capital). Canalizar as diferentes fontes de poupança para o **investimento produtivo** é essencial para as perspetivas de crescimento a longo prazo de qualquer economia. Por isso, o Livro Verde centra-se no



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

**capital produtivo** (por oposição a “capital financeiro”) – designadamente bens de capital de longa duração, como infraestruturas económicas e sociais, construção e I&D, educação e inovação –, cuja formação foi profundamente afetada pela crise financeira, gerando níveis de investimento inferiores aos que se registavam antes da crise. Acresce que parte significativa dos volumes de capital produtivo a longo prazo consiste em **infraestruturas públicas** que podem desempenhar um papel estabilizador para a economia, dependendo da capacidade das administrações públicas para, conquistando a confiança do setor financeiro, disponibilizar investimento público de forma anticíclica.

Para que o financiamento esteja disponível a economia terá primeiro de gerar e atrair poupança. A crise financeira e a precária situação macroeconómica minaram a confiança e criaram um clima de incerteza e aversão ao risco que prejudicou a concessão de empréstimos a prazos mais alargados por parte dos bancos, sujeitos a um processo simultâneo de desalavancagem. Consequentemente, os investimentos privados em 2011 chegaram a níveis bastante inferiores a 2007, numa diminuição quatro vezes superior à diminuição do PIB real durante o mesmo período.

Em todo o caso, deve ter-se presente que a crise ensina que é necessária uma regulação e supervisão adequada do setor financeiro para que o apoio à economia real se processe de forma a não prejudicar a estabilidade financeira.

Uma das questões mais relevantes é saber se a **tradicional dependência da intermediação bancária no financiamento de longo prazo irá dar lugar – sem prejuízo da importância futura dos bancos - a um sistema mais diversificado**, com um aumento do financiamento direto junto dos **mercados de capitais** e com a afirmação dos **investidores institucionais** (seguradoras, fundos de pensões, fundos mutualistas e fundações; fundos soberanos, fundos de infraestruturas e fundos de participações privadas) e mesmo de **mercados financeiros alternativos**, bem como dos bem conhecidos instrumentos de **capital de risco**. Certo é que a diminuição do papel dos bancos – em parte forçada pela desalavancagem mas também pela concentração nos mercados nacionais – contribuiu para a atual escassez de financiamento de longo prazo e vai gerar novas oportunidades e necessidades,



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

designadamente ao nível do quadro de regulamentação prudencial. Será necessário, de facto, assegurar uma **regulação** e uma **supervisão** adequadas, no seguimento do programa abrangente de reformas financeiras que tem vindo a ser implementado na União Europeia, incluindo com a nova regulamentação prudencial das empresas de seguros (Diretiva Solvência II). Por seu turno, as regras aplicáveis aos fundos de pensões, distintas das aplicáveis às seguradoras, serão revisitadas no âmbito da revisão da diretiva sobre planos de pensões profissionais (Diretiva IRPPP). A Comissão apresentará também propostas sobre fundos de investimento a longo prazo (FILP). As próprias regras prudenciais aplicáveis aos bancos continuam a evoluir, discutindo-se a necessidade de reformas adicionais para reduzir ainda mais a probabilidade de colapso e proteger os clientes vulneráveis. **O grupo de peritos de alto nível sobre a reforma estrutural do setor bancário da UE recomendou, por exemplo, que as práticas de negociação de maior risco fossem limitadas e separadas das restantes atividades.** A Comissão está a analisar o seguimento a dar a essas propostas.

Um dos aspetos em consideração é o do **efeito cumulativo** sobre o financiamento do investimento produtivo de longo prazo decorrente da introdução simultânea de requisitos de liquidez e exigências prudenciais aplicáveis a todos os atores dos mercados financeiros.

O Livro Verde destaca também que um dos instrumentos que tem vindo a ser utilizado e poderá vir a ter maior relevância no futuro em matéria de financiamento de longo prazo são os **bancos de desenvolvimento**, que visam responder a insuficiências de mercado que levam os investidores a recusarem certos riscos ou certos investimentos num horizonte temporal alargado. Subordinados a objetivos específicos de política pública e ponderando objetivos económicos, sociais e ambientais (não puramente financeiros), estes bancos de desenvolvimento podem estimular o financiamento privado, reduzir os custos de financiamento e desempenhar um importante papel anticíclico. Diversos instrumentos financeiros ao nível da UE promovem já o acesso ao financiamento superando falhas de mercado, fenómeno que será alargado no novo quadro financeiro plurianual, nomeadamente na utilização dos fundos estruturais.



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

A Comissão, na sequência das suas propostas anteriores, pretende também discutir o **acesso das PME aos mercados obrigacionistas** e o **desenvolvimento dos mercados de titularização**, recorrendo a produtos simples, com base em estruturas claras e não alavancadas, referidos a ativos bem escolhidos, diversificados e de baixo risco, sempre sob reserva de fiscalização e transparência. Admite-se mesmo a criação de **mercados dirigidos às PME**, sob regras prudenciais e supervisão adequadas. Por outro lado, prossegue a experiência dos **“Project Bond”** e assume-se neste Livro Verde o propósito de criar um **mercado europeu de obrigações para financiamento de projetos de infraestruturas**.

Deve referir-se que o Livro Verde assinala que a crise afetou a confiança dos investidores e a procura de capitais próprios pelas empresas para investimentos de longo prazo, o que deverá permanecer ainda algum tempo, sobretudo para as empresas de média capitalização. Neste quadro, as **políticas públicas e a regulamentação devem ser neutrais quanto possível no que respeita à forma como os agentes privados decidem financiar-se, através de capitais próprios ou de dívida**. Todavia, as PME, excessivamente dependentes de um sistema bancário em desalavancagem e particularmente afetadas pela fragmentação dos mercados financeiros, reclamam o desenvolvimento de **canais alternativos, não-bancários**, para a concessão de empréstimos, matéria que é objeto de um plano de ação já adotado pela Comissão. Novos enquadramentos para o investimento em capital de risco ou em fundos de empreendedorismo social e inovações financeiras como o financiamento coletivo (“crowd-funding”), a par da diminuição dos encargos para as PME que pretendam aceder aos mercados de financiamento, são áreas em que estão em curso ou se preconizam iniciativas relevantes. A Comissão admite ainda outras iniciativas para desenvolver o capital de risco (com fundos de fundos e um fundo de garantia para os investidores institucionais), criar mercados dedicados às PME, novos instrumentos de titularização para as PME (ex. crédito estruturado com rótulo europeu), normalização da avaliação de risco de crédito das PME e desenvolvimento de fontes de financiamento não tradicionais (locação financeira, financiamento de cadeia de abastecimento, financiamento coletivo...).



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

O Livro Verde reconhece o papel da **intervenção das autoridades públicas** - através dos regimes fiscais mas também, por exemplo, dos regimes complementares de reforma de participação voluntária e das contas poupança orientada para bens públicos - na indução de projetos estratégicos de investimento a longo prazo, no incentivo à poupança e na canalização do financiamento para investimentos produtivos. A Comissão admite ponderar a disponibilização de linhas de crédito específicas a nível da UE.

Quanto aos **sistemas fiscais**, o Livro Verde preconiza que sejam concebidos de modo a não distorcer as decisões económicas, salvo quando os impostos se destinarem a corrigir externalidades resultantes de insuficiências do mercado específicas e claramente definidas. Os sistemas de IRC tendem a favorecer a dívida em relação a capitais próprios, incentivando a alavancagem das empresas (permitindo a dedução de juros mas não do retorno do capital). Uma base tributável bem concebida poderia reduzir o efeito de distorção da alavancagem e a vulnerabilidade das empresas a fenómenos de redução do crédito. Por outro lado, são frequentes os incentivos fiscais à poupança, nomeadamente associada à reforma, bem como a tributação diferenciada dos rendimentos, com taxas inferiores para os rendimentos de capital. Encontram-se ainda incentivos ou subsídios fiscais a determinado tipo de investimentos, o que se justifica quando o retorno social de um investimento for superior ao retorno privado para o investidor.

Por outro lado, o documento de trabalho divulgado pela Comissão em anexo ao Livro Verde destaca a **importância das PPP para facilitar o financiamento de investimentos de longo prazo**, especialmente no domínio dos bens públicos. **A revitalização deste mercado, sobretudo para investimentos transfronteiras, é considerada "importante" pela Comissão Europeia**, embora se reconheça que algumas regulamentações sectoriais criam desincentivos ao investimento (nomeadamente na área da energia) e que muitos Estados-Membros não têm disponível um pacote credível de projetos de potenciais PPP. Um enquadramento europeu para a promoção da transparência nas PPP e para a promoção de soluções adequadas de estrutura negocial e transferência de risco, beneficiando dos



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

ensinamentos da experiência, poderia apoiar e promover um maior recurso às PPP, com impacto no financiamento do investimento de longo prazo.

O Livro Verde nota também que a forma como os ativos são geridos influi no financiamento de longo prazo, já que os **incentivos para que os gestores, investidores e empresas adotem estratégias de longo prazo** poderiam contrariar as tendências para estratégias de curto prazo ou especulativas. Para além das medidas já adotadas, o Plano de Ação sobre o direito das sociedades e o governo das sociedades na Europa prevê outras iniciativas e poderão equacionar-se medidas adicionais quanto às **estruturas de incentivos aplicáveis aos gestores de ativos**. Por outro lado, a Comissão está a trabalhar na revisão do quadro de **divulgação de informação não-financeira** pelas empresas e já propôs, na revisão da Diretiva Transparência, o levantamento da obrigação de apresentação de relatórios trimestrais, que suscitavam uma excessiva concentração no curto prazo.

A Comissão propôs, ainda, um reforço das regras para **reduzir a dependência das notações tradicionais de risco**, tendo sido alcançado um primeiro acordo político sobre reformas legislativas a adotar. Métodos de medição e notação que encorajem perspectivas de longo prazo e uma responsabilização a curto prazo seriam instrumentos úteis.

#### **b) Consulta de entidades**

Os Pareceres das entidades consultadas, contributos qualificados e da maior importância, são anexados ao presente Parecer e, de um modo geral, visam responder a cada uma das 30 perguntas colocadas no âmbito da consulta.

#### **c) Observações**

Considerando as questões suscitadas no Livro Verde e os pareceres recolhidos, são de realçar, de modo especial, os seguintes aspetos:

- O financiamento de longo prazo da economia europeia, capaz de garantir, com salvaguarda da estabilidade financeira, os investimentos necessários ao



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

reforço da competitividade e da coesão social e territorial, estimulando o crescimento e o emprego, é um dos maiores desafios do projeto europeu;

- Importa desenvolver uma abordagem sistémica, que não se limite à disponibilização do financiamento mas considere toda a cadeia que inclui poupança, instrumentos de aplicação da poupança, funcionamento do mercado europeu de capitais e canalização de recursos para projetos eficientes e produtivos, que reforcem a competitividade e a coesão social e territorial;
- É necessário promover um pacote singular de medidas anticíclicas de estímulo ao investimento e à recapitalização das empresas, ao crescimento económico e ao emprego, assegurando a qualidade do investimento;
- A estabilidade do enquadramento político, económico, institucional e fiscal favorece o financiamento a longo prazo e uma melhor coordenação económica e fiscal poderia favorecer significativamente o crescimento e o emprego, com salvaguarda de objetivos credíveis de consolidação orçamental;
- É necessário reforçar um enquadramento regulatório adequado da atividade bancária, separar a banca comercial da banca de investimento (incluindo através de participações cruzadas), evitar a comercialização de produtos financeiros complexos junto dos investidores de retalho, reduzir a dependência dos “ratings” e reconsiderar, na perspetiva do financiamento de longo prazo, as ponderações do consumo de capital e as condições de acesso a financiamento junto do BCE;
- Os bancos de desenvolvimento são importantes instrumentos de política pública e intervenção anticíclica;
- Deve ser dinamizado o papel do BEI no financiamento à economia, reduzindo a atual sobrecolateralização dos empréstimos concedidos às empresas e promovendo o financiamento direto a projetos de impacto significativo e duradouro no crescimento, como as infraestruturas portuárias e as redes de transporte de mercadorias;



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

- É necessário reforçar fortemente a regulação e supervisão do sistema bancário paralelo e, em geral, do financiamento por novos investidores institucionais – cujo papel resulta reforçado pela transferência do risco nos prazos mais longos das instituições bancárias para instituições menos expostas ao risco de liquidez e mais especializadas na mutualização desse tipo de riscos de prazo dilatado – contrariando o perigo de um enfoque no curto prazo da intervenção das seguradoras, das empresas de resseguros e dos fundos de pensões e revendo, no mesmo sentido, as estruturas de incentivos dos gestores relevantes em todos os domínios das decisões de financiamento e da gestão de ativos;
- Particular atenção deve ser dada à regulação e supervisão da comercialização de produtos financeiros estruturados (veículos de investimento conjunto) e contratos financeiros de investimento de longo prazo disponibilizados por novos operadores;
- Um regime harmonizado de obrigações cobertas na UE alavancaria a sua utilização como instrumento de financiamento de longo prazo;
- Um novo enquadramento europeu de instrumentos financeiros de longo prazo, como as PPP, o *Project Finance* (títulos de longo prazo para financiar projetos de investimento em infraestruturas) e os *Project Bonds* poderia criar condições para a sua mobilização em condições de transparência e sustentabilidade;
- O desenvolvimento a nível europeu de contas de poupança orientada para ativos específicos de interesse público, com taxação diferenciada, poderia favorecer a canalização de financiamento;
- A facilitação do acesso das PME ao mercado de capitais seria importante para proporcionar meios alternativos de financiamento do investimento de longo prazo.



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

#### **d) Base Jurídica**

Não se trata de uma iniciativa legislativa ou regulamentar mas de um mero Livro Verde para consulta pública.

#### **e) Princípio da subsidiariedade**

Tratando-se de um Livro Verde para consulta pública, não cumpre apreciar o respeito pelo princípio da subsidiariedade.

### **PARTE III - OPINIÃO DO DEPUTADO AUTOR DO PARECER**

É de assinalar, neste processo, a concertação promovida entre as três comissões parlamentares envolvidas, através dos respetivos Relatores, conforme decorre da nova Metodologia em aplicação. São também de destacar os relevantes contributos recebidos de diversas entidades externas. Todavia, não pode deixar de se lamentar a falta de disponibilidade do Governo para corresponder à audição solicitada, para mais num assunto de tão notória importância para o financiamento futuro da economia portuguesa.

Não pode subscrever-se, igualmente, a atitude passiva da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública que, registando embora o impacto do tema para Portugal, se limita a anexar os Pareceres recebidos e conclui que não se justifica prosseguir o acompanhamento do assunto. Pelo contrário, razão tem a Comissão de Economia e Obras Públicas ao propor o acompanhamento atento dos desenvolvimentos futuros neste domínio, que inevitavelmente se seguirão à ponderação dos resultados da consulta.

O tema em análise é de importância crucial para o futuro do investimento de longo prazo na Europa e para a superação da atual crise, que exige a viabilização urgente de intervenções anticíclicas, incluindo as promovidas por impulso das autoridades públicas e sob a orientação das políticas públicas. Todavia, este tema é igualmente decisivo para, recolhendo os ensinamentos da crise financeira internacional, assegurar



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

as condições necessárias de estabilização financeira, em particular dada a emergência de novos investidores, novos mercados e novos produtos financeiros que ocupam progressivamente o lugar até aqui dominante da intermediação bancária e reclamam uma regulação e uma supervisão à altura das circunstâncias.

Por tudo isto, a Assembleia da República – e desejavelmente o Governo – deve manter uma atenção especial a esta temática, em diálogo aberto com os parceiros sociais e institucionais relevantes e interessados.

#### **PARTE IV – PARECER**

Em face dos considerandos expostos e atentos os Relatórios das comissões competentes e os contributos das entidades referidas, que se anexam, a Comissão de Assuntos Europeus é de parecer que:

1. Tratando-se de um Livro Verde, não cumpre apreciar o respeito pelo princípio da subsidiariedade.
2. O Livro Verde em discussão é uma iniciativa da Comissão Europeia da maior importância, sendo de encorajar a Comissão a adotar, no seu seguimento, as iniciativas necessárias ao reforço das condições de investimento e de financiamento de longo prazo na União Europeia, tendo em vista a promoção urgente de intervenções anti-cíclicas para a recuperação da economia e do emprego, o reforço da competitividade e a promoção da coesão social e territorial.
3. Todas as iniciativas de promoção do financiamento de longo prazo, em particular através de investidores institucionais e de novos mercados ou novos produtos financeiros, devem ser acompanhadas da adoção dos adequados mecanismos de regulação e supervisão, sem prejuízo das iniciativas já adotadas ou em curso tendo em vista recolher os ensinamentos da crise financeira, incluindo quanto ao reforço da transparência e da regulação da



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

banca comercial e de investimento, quanto às estruturas de incentivos dos gestores e quanto à redução da dependência dos “ratings”.

4. Tendo em vista contribuir para o processo de consulta lançado pelo Livro Verde, anexam-se ao presente Parecer os contributos recebidos de parceiros sociais e institucionais relevantes, designadamente do Banco de Portugal, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, do Instituto de Seguros de Portugal, da Associação Portuguesa de Bancos e da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios.
5. A Assembleia da República prosseguirá o acompanhamento deste assunto e, em particular, das iniciativas que forem tomadas pela Comissão no seguimento da consulta pública lançada com este Livro Verde, nomeadamente através de troca de informação com o Governo e com os parceiros sociais e institucionais relevantes.

Palácio de S. Bento, 18 de junho de 2013

**O Deputado Autor do Parecer**

**(Pedro Silva Pereira)**

**O Presidente da Comissão**

**(Paulo Mota Pinto)**



## ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

### COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

---

#### **PARTE V – ANEXO**

Relatório da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública.

Relatório da Comissão de Economia e Obras Públicas.

Contributo do Banco de Portugal.

Contributo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Contributo do Instituto de Seguros de Portugal.

Contributo da Associação Portuguesa de Bancos.

Contributo da Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios.



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

# Relatório

Livro Verde [COM(2013)150]

**Relatora:** Deputada  
Elsa Cordeiro

---

O Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

## ÍNDICE

**PARTE I – NOTA INTRODUTÓRIA**

**PARTE II – CONSIDERANDOS**

**PARTE III – OPINIÃO DA DEPUTADA RELATORA**

**PARTE IV – CONCLUSÕES**



## PARTE I – NOTA INTRODUTÓRIA

Nos termos dos n.ºs 1, 2 e 3 do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto (alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio), que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, o *Livro Verde – O Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia [COM(2013)150]* foi enviado em 26 de março de 2013 à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública, atento o seu objeto, para efeitos de análise e elaboração do presente relatório.

## PARTE II – CONSIDERANDOS

### 1. Em geral

- Objetivo da iniciativa

Objetivo da presente iniciativa 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.

A presente iniciativa também analisa os investimentos a longo prazo na perspetiva da constituição de capital corpóreo e incorpóreo de longa duração.

- Principais aspetos

A Comissão Europeia, com a apresentação do **Livro Verde – O financiamento a longo prazo da economia europeia**, lançou uma consulta pública, que terá a duração de três meses.

Na opinião da Comissão, o investimento a longo prazo é aquele que aumenta a capacidade produtiva da economia, sendo que a Europa enfrenta grandes necessidades de investimento a longo prazo, fundamental para apoiar um crescimento sustentável. Para financiar esses investimentos a longo prazo, as administrações



## Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

públicas, as empresas, e as famílias precisam de ter acesso a um financiamento a longo prazo e que seja previsível.

O investimento a longo prazo abrange as infraestruturas de energia, transportes e comunicações, as instalações industriais e de serviços, as tecnologias ligadas às alterações climáticas e à eco inovação, assim como a formação e a investigação e desenvolvimento.

As respostas à consulta ajudarão a Comissão a encontrar soluções para eliminar os obstáculos ao financiamento a longo prazo.

### **2. Aspetos relevantes**

- Análise e pronúncia sobre questões de substância da iniciativa;

Na presente iniciativa, pretende-se que “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”. Assim, o Livro Verde coloca as seguintes questões:

- 1) Concorda com a análise apresentada no Livro Verde 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) 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?
- 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?
- 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?



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

- 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?
- 10) Existe algum impacto cumulativo das reformas prudenciais atuais e previstas sobre o nível e o carácter 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?
- 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?
- 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?
- 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



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

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?

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?

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?

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?

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?



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

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?

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?

Tendo em conta o objeto da iniciativa, foi solicitado parecer escrito aos reguladores Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Banco de Portugal e Instituto de Seguros de Portugal. Também foi solicitado o respetivo parecer à Associação Portuguesa de Bancos, à Associação Portuguesa de Seguradoras e à Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios.

Pronunciaram-se todas as entidades até à presente data, com exceção da Associação Portuguesa de Seguradores, pelo que se anexam os respetivos pareceres.

- Eventuais implicações para Portugal

A presente iniciativa lança um debate público aos Estados-Membros face ao premente desafio com que a Europa se confronta quer a nível de crescimento sustentável, quer a nível de criação postos de trabalho, de forma a explorar as áreas em que tem vantagens sobre a concorrência, aumentando assim a sua competitividade no mercado mundial. Para lhe dar resposta, a Europa enfrenta grandes necessidades de investimento a longo prazo, tendo por conseguinte implicações para Portugal.

### **3. Princípio da Subsidiariedade**

Não cumpre a análise do princípio da subsidiariedade, pelo facto de não se tratar de uma iniciativa legislativa.



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

---

### PARTE III – OPINIÃO DA DEPUTADA RELATORA

A relatora reserva a sua opinião.

### PARTE IV – CONCLUSÕES

Em face do exposto, a Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública conclui o seguinte:

1. Pelo facto de se tratar de um Livro Verde da Comissão Europeia, não cumpre analisar o princípio da subsidiariedade;
2. A matéria objeto da presente iniciativa não cabe no âmbito de competência legislativa reservada da Assembleia da Republica, não se aplicando, como tal, o artigo 2.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de Agosto, alterado pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio;
3. A análise da presente iniciativa não suscita quaisquer questões que impliquem posterior acompanhamento.
4. A Comissão dá por concluído o escrutínio da presente iniciativa, devendo o presente relatório, nos termos da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterado pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, ser remetido à Comissão de Assuntos Europeus para os devidos efeitos.

Palácio de S. Bento, 05 de junho de 2013,

**A Deputada relatora**

**(Elsa Cordeiro)**

**O Presidente da Comissão**

**(Eduardo Cabrita)**



Comissão de Economia e Obras Públicas

---

## ÍNDICE

**Parecer do Livro Verde – O Financiamento da  
Economia a Longo Prazo**

COM (2013) 150

**Autor: Paulo Campos**

---



Comissão de Economia e Obras Públicas

---

**PARTE I - NOTA INTRODUTÓRIA**

**PARTE II – CONSIDERANDOS**

**PARTE III - CONCLUSÕES**

**PARTE I - NOTA INTRODUTÓRIA**

## **1. Nota Preliminar**

Nos termos dos n.ºs 1, 2 e 3 do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, a Comissão de Assuntos Europeus remeteu a proposta de Parecer do Livro Verde – O Financiamento da Economia a Longo Prazo COM (2013) 150.

## **2. Procedimento adotado**

A referida proposta foi distribuída na Comissão de Economia e Obras Públicas, tendo sido nomeado relator o Deputado Paulo Campos do Grupo Parlamentar do Partido Socialista.

## **PARTE II – CONSIDERANDOS**

A Comissão considera que o principal 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 ser mais competitiva, “a Europa enfrenta grandes necessidades de investimento a longo prazo”, em “ativos corpóreos (como infraestruturas de energia, transportes e comunicações, instalações industriais e de serviços, habitação e tecnologias ligadas às alterações climáticas e à ecoinovação) e incorpóreos (como a formação e a investigação e desenvolvimento) que impulsionam a inovação e a competitividade”.

A Comissão considera ainda, que estes investimentos trazem “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, sociais e ambientais, facilitando a transição para uma economia mais sustentável e aumentando a capacidade produtiva e industrial da economia”.

Como forma de financiar estes investimentos, a administração pública e as empresas, necessitam de acesso a um financiamento de longo de prazo de forma previsível. A existência de bons processos de financiamento a longo prazo é fundamental para apoiar as reformas económicas estruturais e para regressar ao crescimento económico.

O Livro Verde está centrado no funcionamento desses processos e nas respostas a dar aos problemas criados pela crise financeira que prejudicou a capacidade de concessão de empréstimos com prazos de reembolso alargados

O Livro Verde é um documento de trabalho que visa recolher mais opiniões e documentos, com vista a encontrar respostas para o problema do financiamento de longo prazo na economia.

O objetivo do 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

O debate foi suscitado através de uma consulta pública efetuada com base em 30 questões colocadas conforme os capítulos da iniciativa.

## **DISPONIBILIZAÇÃO DE FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO E CARACTERÍSTICAS DOS INVESTIMENTOS A LONGO PRAZO**

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?

## **MELHORAR O FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO DA ECONOMIA EUROPEIA**

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?

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?

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?
- 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?
- 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 poderiam 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?

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?

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?

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?
- 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?
- 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?

## PRÓXIMAS ETAPAS

Com base nos resultados desta consulta, a Comissão Europeia irá considerar a oportunidade das ações a prosseguir.

### 2. Princípio da Subsidiariedade e da proporcionalidade

Por não ser uma iniciativa legislativa não cabe a esta Comissão a análise do cumprimento do princípio da subsidiariedade.

### 3. Aspetos Relevantes

A Comissão de Economia e Obras Públicas decidiu, devido à importância do tema, proceder ao escrutínio do **Livro Verde – O Financiamento da Economia a Longo Prazo**.

Foram recebidas por esta Comissão, os contributos das seguintes entidades:

- 1) Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;
- 2) Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios;
- 3) Banco de Portugal;
- 4) Instituto de Seguros de Portugal.

Relativamente à audição de membro do Governo competente, não foi possível a sua marcação, a tempo do escrutínio.

Todas as considerações vertidas nos 5 pareceres recebidos pelas entidades a quem foi solicitado um contributo são de louvar quer pelo interesse das entidades na participação no processo legislativo europeu quer pela relevância

de todo o seu conteúdo. A Comissão de Economia e Obras Públicas independentemente de se rever ou não na totalidade das opiniões ali expressas remete-os à Comissão de Assuntos Europeus para que sejam integralmente tidos em conta e possam servir para a ampla discussão ora lançada.

No que diz respeito aos pareceres remetidos por diversas entidades, e sendo todos eles relevantes e com conteúdo denso e muitíssimo interessante, estamos em crer que alguns dos pontos aí referidos merecem ser destacados

- 1) A dependência de ratings (componente pró-cíclica) deveria ser reanalisada, pois constituiu um obstáculo significativo ao financiamento, agravando o ciclo recessivo.
- 2) Necessidade de maior coordenação fiscal.
- 3) Melhorar o acesso das PME's ao mercado de capitais, crucial num momento de resposta a uma crise como a que vivemos.

### **PARTE III – CONCLUSÕES**

1 - Por não ser uma iniciativa legislativa (Livro Verde - O Financiamento da Economia a Longo Prazo) não cabe a apreciação do cumprimento do princípio da subsidiariedade.

2 – O tema da presente iniciativa, pela sua importância, necessita de acompanhamento futuro, nomeadamente às decisões e propostas que a Comissão Europeia elabore na sequência da consulta pública do livro verde em análise.

3- Em suma e perante tudo o que ficou exposto, a Comissão Parlamentar de Economia e Obras Públicas propõe que o presente relatório seja remetido à

Comissão de Assuntos Europeus, para apreciação, nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterado pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio.

4 - Todas as considerações vertidas nos 5 pareceres recebidos pelas entidades a quem foi solicitado um contributo são de louvar quer pelo interesse das entidades na participação no processo legislativo europeu quer pela relevância de todo o seu conteúdo. A Comissão de Economia e Obras Públicas independentemente de se rever ou não na totalidade das opiniões ali expressas remete-os à Comissão de Assuntos Europeus para que sejam integralmente tidos em conta e possam servir para a ampla discussão ora lançada.

#### Parte IV Anexos

São anexos do presente parecer as contribuições escritas das seguintes entidades:

- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios
- Banco de Portugal
- Instituto de Seguros de Portugal.

Palácio de S. Bento, 12 junho de 2013

O Deputado Relator



(Paulo Campos)

O Presidente da Comissão



(Luis Campos Ferreira)



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

## **Livro Verde - O Financiamento da Economia Europeia a Longo Prazo**

O Livro Verde sobre “O Financiamento da Economia Europeia a Longo Prazo” procura promover um debate alargado sobre os aspetos que condicionam uma das principais funções do sistema de intermediação financeira: a canalização da poupança para o investimento de longo prazo que aumenta a capacidade produtiva da economia e promove por essa via o crescimento económico sustentável.

O Livro Verde submete a consulta pública um conjunto de questões sobre as possíveis formas de aumentar a disponibilidade de financiamento de longo prazo e de melhorar e diversificar o acesso a este tipo de financiamento por parte das administrações públicas e das empresas na promoção de investimentos de longa duração, como seja o investimento em infraestruturas de energia, transportes e comunicações, em instalações industriais e de serviços, em I&D e em formação.

Esta nota encontra-se organizada em três secções:

- Em primeiro lugar, é apresentado um resumo das principais ideias apresentadas no Livro Verde.
- Na segunda secção discute-se a evolução recente das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa, com enfoque no acesso das empresas a financiamento bancário e na sua relação com o investimento.
- Por último, apresentam-se alguns comentários às questões suscitadas no Livro Verde.

Esta nota não pretende replicar nem substituir o Livro Verde, pelo que se recomenda a sua leitura, bem como do documento de acompanhamento “*Commission Staff Working Document Long-term Financing of European Economy*”, disponíveis em

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/financing-growth/long-term/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/financing-growth/long-term/index_en.htm):

### **1. Resumo**

O propósito do Livro Verde “*Long-term financing of the European economy*” é iniciar um amplo debate sobre como promover a oferta de financiamento de longo prazo e como melhorar e



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

diversificar o sistema de intermediação financeira, de modo a promover o investimento de longo prazo na Europa.

O acesso a financiamento de longo prazo estável é considerado essencial para financiar os investimentos de longo prazo de governos e empresas, apoiando assim o crescimento económico. O Livro Verde começa por definir financiamento de longo prazo como "o processo pelo qual o sistema financeiro fornece os fundos para pagar os investimentos que se estendem ao longo de um período de tempo prolongado". De seguida, discute as formas de melhorar o financiamento de longo prazo na Europa, promovendo o desenvolvimento de fontes de financiamento não bancário nos horizontes temporais mais longos, quer através da captação de recursos diretamente nos mercados de capitais, quer através da captação da poupança detida pelos investidores institucionais (empresas de seguros (vida), fundos de pensões, entre outros). A discussão é enquadrada no contexto atual de crise financeira, mas procura olhar para além dela. A crise económica e financeira aumentou a incerteza e teve um impacto negativo sobre a confiança dos investidores, sobre a capacidade de financiamento dos bancos, sobre a perceção de risco dos bancos e, conseqüentemente, sobre o acesso a financiamento de longo prazo pelas PME. As necessidades de financiamento destas empresas merecem particular atenção devido ao seu papel fundamental na promoção do emprego e do crescimento económico na Europa. 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. Porém, a estabilidade financeira é essencial, mas por si só não é suficiente, para garantir o desenvolvimento económico. Neste sentido, as reformas financeiras em curso, e em particular a nova estrutura de regulação e supervisão na Europa, deverão assegurar que o sector financeiro apoie eficazmente a economia real. Neste âmbito, o Livro Verde discute um conjunto de questões interdependentes para reforço do financiamento de longo prazo à economia europeia:

#### **1. A capacidade das instituições financeiras para canalizar financiamento de longo prazo**

Uma das questões suscitadas no Livro Verde é a de 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 de outras fontes alternativas. Efetivamente, os bancos têm sido, tradicionalmente, o intermediário financeiro mais importante na Europa, mas o Livro Verde sublinha que a crise criou uma oportunidade de reduzir esta excessiva dependência relativamente ao sector bancário. As



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

normas prudenciais aplicáveis aos bancos, comuns a nível europeu, e a reforma do sector bancário da UE, com inevitáveis repercussões ao nível dos modelos de negócio, da gestão de liquidez e do custo do capital integram o conjunto de temas abordados. Os designados “bancos de fomento” deverão apoiar/complementar o financiamento privado quando o mercado falha (por exemplo, devido à escala ou prazo de investimento), de forma a serem atingidos os objetivos das políticas públicas, orientados por uma análise de custos/benefícios que extravasa a simples quantificação do retorno financeiro. Pode perspetivar-se uma intervenção pública, através da partilha ou garantia de riscos ou através da promoção de redes específicas de intermediação financeira. Neste mesmo âmbito, destaca-se a importância do orçamento da UE, dos instrumentos financeiros desenhados a nível da UE (geridos pela Comissão Europeia, pelo BEI e, pelo FEI, em parceria com os Estados-Membros), e do quadro financeiro plurianual da UE, enquanto catalisadores do financiamento privado de longo prazo. Contudo a sua eficácia dependerá da ligação em rede e da cooperação entre a Comissão, o BEI e os Estados-Membros.

Os investidores institucionais (como as companhias de seguros de vida, os fundos de pensões, os fundos mutualistas, as fundações e os fundos soberanos, entre outros) são, por natureza, fornecedores de financiamento de longo prazo, devido à duração das suas responsabilidades (captam e gerem recursos numa perspetiva de longo prazo, agindo de forma paciente, visando realizar o prémio de risco associado a ativos com prazos mais longos e menos líquidos). A nova regulamentação prudencial não deverá constituir um obstáculo à canalização dessas poupanças para investimentos com durações semelhantes. Adicionalmente, sugerem-se outras iniciativas destinadas a gerir em *pool* os recursos financeiros e a estruturar pacotes de financiamento ajustados às diferentes fases de investimento. A título de exemplo, um novo desenho para os fundos de investimento de longo prazo (FILP) poderia facilitar a mobilização de poupança em toda a Europa e constituir mais um instrumento financeiro à disposição dos investidores institucionais, orientado para o investimento de longo prazo em projetos de infraestruturas.

Por último, é importante avaliar se o efeito cumulativo das reformas prudenciais aplicáveis aos diferentes intermediários financeiros sobre a formação de capital de longo prazo poderá ser superior à soma dos efeitos previstos para cada um dos sectores isoladamente. A estabilidade financeira e a harmonização regulamentar a nível europeu deverão ser prosseguidas sem comprometer o financiamento do investimento produtivo de longo prazo.



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

## **2. A eficiência e a eficácia dos mercados financeiros para oferecer instrumentos de financiamento de longo prazo**

Será necessário assegurar que os mercados de capitais funcionam bem, com uma dimensão e cobertura ajustadas à realização da sua missão de canalização de poupança para investimento de longo prazo, através da comercialização de instrumentos de dívida ou de capital.

Neste sentido, são referidas no Livro Verde as reformas propostas pela Comissão com vista: (i) à criação de novas plataformas de negociação, (ii) à melhoria da informação disponível, (iii) à regulação das atividades de negociação de curto prazo e especulativas, e (iv) à definição de mecanismos de proteção aos investidores.

O Livro Verde identifica alguns segmentos de mercado como prioritários no suporte ao financiamento de longo prazo: mercados de *covered bonds*; mercados de titularização (operações de titularização de alta qualidade, transparentes e padronizadas); o desenvolvimento de um mercado europeu de obrigações para financiamento de projetos; e os mercados acionistas.

## **3. Fatores transversais condicionantes da poupança e o financiamento de longo prazo;**

As políticas governamentais têm um impacto significativo sobre as decisões de investimento e de poupança, nomeadamente no que se refere às ações relativas aos regimes de tributação. Assim, o Livro Verde pondera a adoção de medidas relativas à tributação das empresas, que atenuem as atuais diferenças entre o tratamento de dívida e de capital, bem como outros incentivos fiscais que criam incentivos à poupança de longo prazo por parte das famílias.

O princípio de contabilidade do justo valor é posto em causa, nomeadamente porque pode constituir um obstáculo à detenção e gestão de ativos numa perspetiva de longo prazo. Neste contexto, poderá ser necessário rever os princípios orientadores das normas para avaliar se estes são adequados ao reporte financeiro de investimentos/ativos de longo prazo. O Livro Verde considera também alterações ao nível da gestão empresarial (*corporate governance*) que alinhem os incentivos com a definição de estratégias de longo prazo, destinadas, por exemplo, a gestores de ativos ou acionistas. Reconhece-se a necessidade de desenvolver um quadro mais robusto para divulgação de informação não financeira, contribuindo para melhorar as decisões de investimento. Adicionalmente, questiona-se a divulgação de resultados numa base trimestral, na medida em que pode criar os incentivos errados, promovendo uma gestão orientada para a formação de expectativas do mercado em detrimento da sustentabilidade do negócio/investimento. Apoiar-se a criação de *benchmarks* e *ratings* de crédito, com uma perspetiva de longo prazo, reforçando a coerência dos métodos de avaliação de ativos ou de responsabilidades com maturidades longas.



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

#### 4. **A facilidade de acesso das PME ao financiamento bancário e não bancário.**

De entre os participantes no mercado, as PME são, num momento de crise financeira, os agentes que se defrontam com maiores dificuldades na captação de poupanças de longo prazo, dada a dificuldade de captarem recursos diretamente no mercado de capitais (e/ou devido à excessiva dependência do sector bancário).

O Livro Verde explora um conjunto de medidas a desenvolver com o objetivo de melhorar o acesso ao financiamento de longo prazo por parte das PME:

- (i) o capital de risco, desenvolvimento de mercados e redes dedicadas às PME;
- (ii) novos instrumentos de titularização para as PME;
- (iii) criação de padrões para as avaliações de crédito das PME; e
- (iv) a promoção de outras fontes não-tradicionais de financiamento.

## **2. Evolução recente das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa**

Num contexto de forte contração da atividade económica e de ajustamento estrutural da economia portuguesa, o financiamento total às sociedades não financeiras<sup>1</sup> reduziu-se ligeiramente no decurso de 2012. A diminuição observada foi, no entanto, marcada por alterações ao nível dos setores financiadores e por uma elevada heterogeneidade entre as empresas financiadas, quer no que diz respeito à dimensão da empresa quer quanto ao respetivo setor de atividade.

As grandes empresas privadas, com atividade internacional e/ou fazendo parte de grupos internacionais, tenderam a encontrar fontes de financiamento alternativas ao crédito de instituições financeiras residentes, como sejam o crédito de não residentes e a emissão de títulos de dívida colocados pelos bancos junto dos seus clientes de retalho. O acesso a estas fontes alternativas permitiu que, apesar do contexto adverso, o financiamento total a estas empresas tenha registado um crescimento significativo ao longo de 2012.

Pelo contrário, no caso das micro, pequenas e médias empresas, a forte redução do crédito de bancos residentes – que nestas empresas tem um peso relativo muito superior ao observado nas grandes empresas - traduziu-se numa diminuição do financiamento total. Esta diminuição foi

---

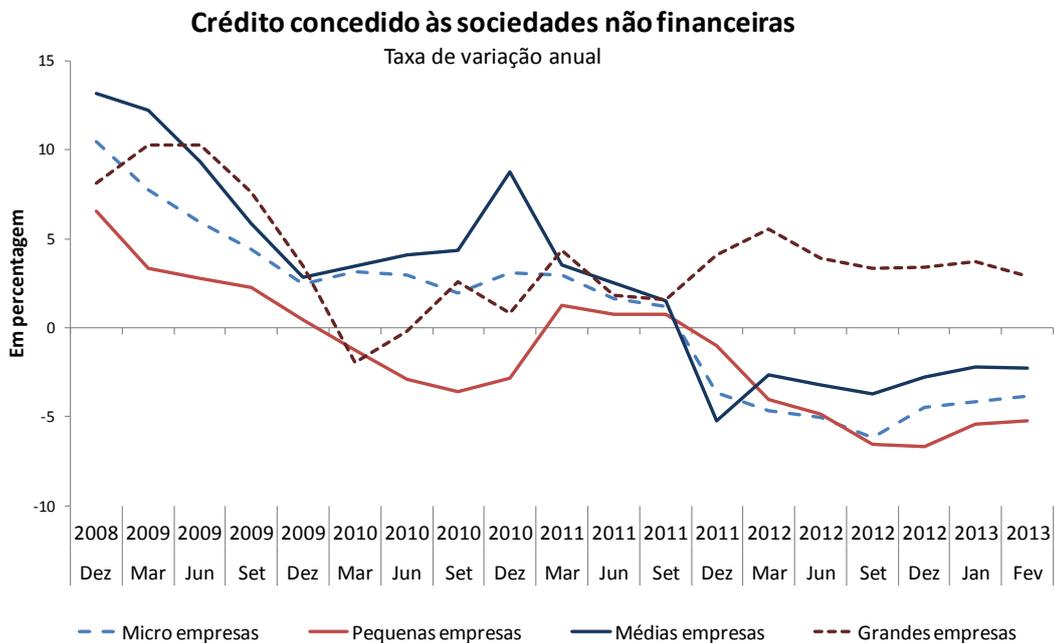
<sup>1</sup> Incluindo não apenas os empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes, mas também os empréstimos concedidos por não residentes, emissões de dívida detidas por residentes e não residentes, créditos comerciais por residentes e não residentes, empréstimos de particulares e empréstimos do Tesouro.



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

parcialmente mitigada por um contributo positivo de empréstimos por parte de outros residentes, que não instituições financeiras, o que deverá corresponder a empréstimos concedidos por sócios destas empresas.



Fonte: Banco de Portugal.

Ao nível setorial, à semelhança do ocorrido em 2011, os setores da construção, promoção imobiliária e comércio continuaram a registar uma evolução mais negativa no seu financiamento. Em sentido inverso, os setores dos transportes e armazenagem, SGPS não financeiras e eletricidades e gás apresentaram taxas de variação positivas e superiores aos restantes setores.

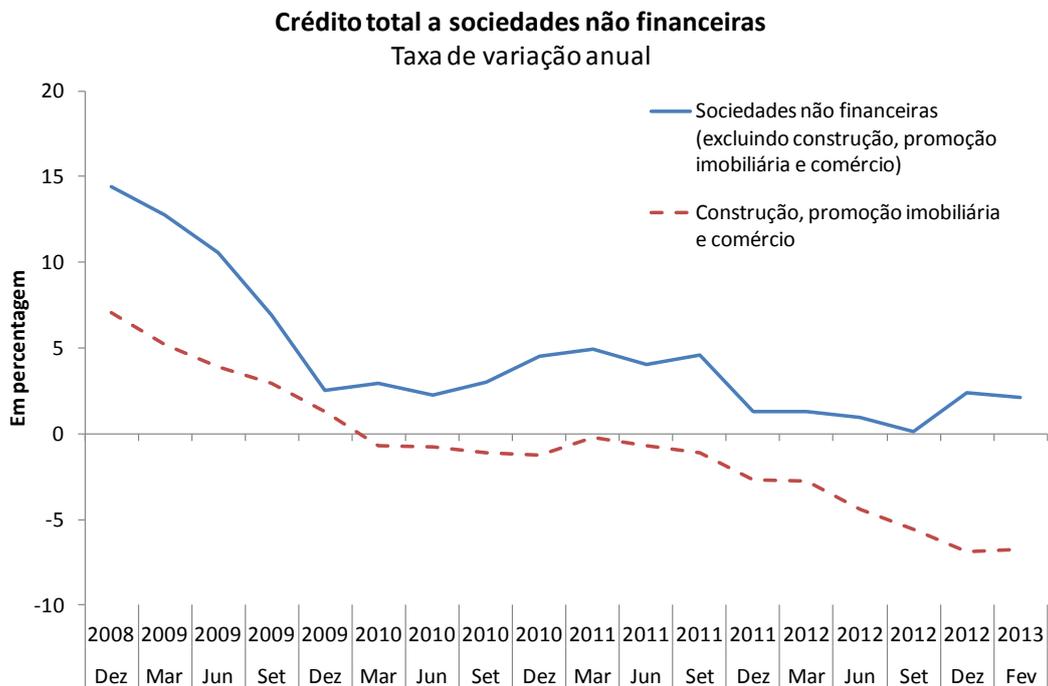
A análise da evolução do crédito total por dimensão de empresa deve ter em conta o peso dos diferentes setores de atividade em cada uma das dimensões consideradas. Assim, a diminuição significativa do crédito total às micro e pequenas empresas estará relacionada com o forte peso que os setores da construção, promoção imobiliária e comércio têm nas empresas de menor dimensão. Excluindo estes três setores (que apresentaram a taxa de variação anual do crédito total mais negativa), a taxa de variação anual do crédito total a pequenas e médias empresas (incluindo micro) seria substancialmente menos negativa e, à luz da evolução dos fluxos trimestrais, apresentaria, ainda em 2012, uma inversão na tendência de queda. Do mesmo modo, a maior



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

dimensão das empresas e o menor peso do crédito bancário no caso do crédito às empresas dos setores da eletricidade, gás e água, transportes e armazenagem e atividades de SGPS não financeiras deverá ter contribuído para que a taxa de variação anual do crédito total a estes setores tenha sido superior à dos restantes.



Fonte: Banco de Portugal.

Analisando apenas o crédito bancário, e apesar de se observar uma diminuição desde o final de 2011, o facto da taxa de variação trimestral anualizada corrigida de sazonalidade se encontrar desde julho de 2012 acima da taxa de variação anual constitui um indício de que esta tendência estará a abrandar. Segundo o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, a redução do crédito bancário deverá estar relacionada com fatores quer do lado da oferta, como sejam uma elevada perceção de risco e o elevado custo do capital, quer do lado da procura. A este respeito, os bancos inquiridos indicaram que as empresas continuaram a evidenciar pouca procura de crédito para novos investimentos. Ao invés, as empresas têm procurado, sobretudo, crédito para responder a necessidades de fundo de maneio e re-estruturações de dívida. Fazendo uma comparação com os restantes países da área do euro, apesar das pequenas e médias empresas portuguesas apresentarem um grau de dificuldade no acesso ao crédito superior à média na área do euro, este é inferior ao registado noutros países em ajustamento.

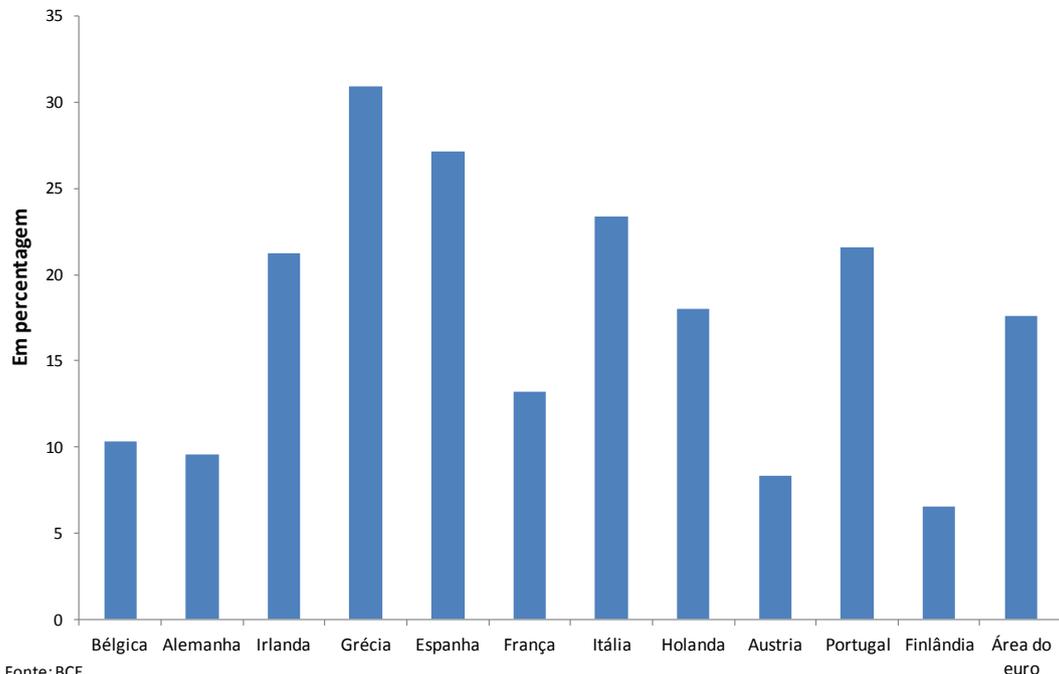


*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

### Acesso a financiamento por parte de pequenas e médias empresas

Percentagem de empresas a indicar o acesso a financiamento como o seu principal problema



Fonte: BCE.

### 3. Comentários e questões para discussão

O Livro Verde inclui trinta questões para discussão. De seguida, apresentam-se alguns comentários e reflexões relacionados com as questões que se inserem mais diretamente nas áreas de competência do Banco de Portugal.

#### **Perguntas:**

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

Embora o Livro Verde refira a importância do IDE na UE, como fonte de financiamento de longo prazo, reconhece, também, a existência de importantes disparidades entre os países. Considera-se que seria importante explorar a dispersão desse investimento, por sector de atividade, por país de origem e distribuição geográfica. Seria igualmente importante analisar o fluxo inverso.



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

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

Uma definição alternativa é a apresentada pela OCDE, no documento “*The role of banks, equity markets and institutional investors in long-term financing for growth and development*”:

“*The OECD has recently launched a project on Long Term Investment ([www.oecd.org/finance/lti](http://www.oecd.org/finance/lti)), identifying a set of criteria for long-term investment by institutional investors:*

- *productive capital, providing support for infrastructure development, green growth initiatives, SME finance etc., leading to sustainable growth;*
- *patient capital allowing investors to access illiquidity premia, lowers turnover, encourages less pro-cyclical investment strategies and therefore higher net investment rate of returns and greater financial stability;*
- *engaged capital which encourages active voting policies, leading to better corporate governance.”*

Considera-se que uma definição adequada de disponibilidade de financiamento a longo prazo deverá ter em conta o risco, o montante e a duração do investimento que é objeto de financiamento. A situação desejável será aquela em que as modalidades de financiamento, os montantes e a duração do financiamento se ajustam ao perfil de risco do projeto (através de uma adequada combinação entre capital de risco, dívida subordinada e dívida sénior, incluindo crédito bancário), ao montante de investimento e às necessidades permanentes de fundo de manuseio e, por último, à adequação do perfil temporal de libertação de meios financeiros para assegurar a remuneração do capital e o serviço da dívida. Um desajustamento ao nível de uma destas componentes tende a gerar incerteza e a comprometer o lançamento dos projectos de investimento ou a respetiva realização ou exploração.

## **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?**

Note-se que as novas regras prudenciais, que visam prevenir alguns comportamentos de excessiva tomada de risco observados antes da crise, criam incentivos para que os bancos aumentem a desalavancagem e reduzam o seu papel de transformação de maturidades. Como tal, pode surgir um *trade-off* entre a promoção da estabilidade do sistema financeiro (reduzindo a probabilidade de uma crise) e a concessão de empréstimos de longo prazo.

No plano imediato, a banca deverá manter um papel central no financiamento das PME, direto ou indireto, devido à experiência e conhecimento acumulados na avaliação, acompanhamento e monitorização de projetos/negócios. De igual modo, os bancos deverão continuar a apoiar a gestão



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

de liquidez corrente das empresas, mediante a concessão de crédito de curto prazo, mantendo por esta via relações privilegiadas com estes agentes. A gestão ativa do risco de crédito poderá acentuar a necessidade de transferir o risco nos prazos mais longos e de montantes mais elevados para instituições especializadas na mutualização destes riscos e que, ao contrário da banca, estão menos expostos ao risco de liquidez (decorrente da estrutura de financiamento - depósitos ou financiamento interbancário).

A médio prazo, o peso do setor bancário europeu no investimento de longo prazo deverá ser menor, em resposta à alteração estrutural do enquadramento regulatório europeu, devendo idealmente ser substituído por outros investidores institucionais (fundos soberanos, fundos de pensões, companhias de seguros e outros) que têm uma duração média das responsabilidades do seu balanço superior. O desafio encontra-se em desenhar um caminho de transição bem-sucedido, para o qual será fundamental uma maior harmonização dos vários instrumentos de investimento de longo-prazo (PPP, *Project finance*, Infrastructure ou *Project bonds*), de modo a possibilitar a criação de alguma liquidez em mercado secundário. Esta harmonização, preferencialmente sob a égide europeia, permitirá trazer efeitos adicionais de credibilidade no domínio da estabilidade do enquadramento legislativo, fiscal e regulatório, uma vez que são investimentos que em muito superam o prazo de vigência das legislaturas. Um outro vetor crucial é a criação de mecanismos de transparência dos atuais e futuros contratos financeiros de investimento de longo prazo, quer em termos de condições de financiamento, quer em termos de registo da evolução da sua situação de cumprimento e desempenho, uma vez que até ao momento tem sido uma atividade do domínio privado do setor bancário. Apenas com a disponibilização de informação relevante, que possibilite aferir o binómio rentabilidade-risco deste tipo de investimento, é que é possível agilizar a entrada de novos investidores institucionais no mercado de investimento de longo prazo.

***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?***

Os bancos de desenvolvimento multilaterais e nacionais podem ter um papel fundamental no apoio ao financiamento de investimentos de longo prazo. Por exemplo, o Banco Europeu de Investimento (BEI) tem vindo a desenvolver esforços para apoiar empréstimos a empresas de economias que



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

atravessam períodos conturbados. O BEI poderá também ter um papel importante no apoio ao crédito para as PME, incluindo em parceria com o BCE.

A fragmentação dos mercados financeiros na área do euro poderá igualmente exigir soluções mais complexas do que as atividades tradicionais dos bancos de desenvolvimento multilaterais e nacionais, particularmente em países mais afetados pela crise da dívida soberana, a qual se refletiu numa atribuição mais desfavorável da notação de crédito pelas agências internacionais de *rating*. A solução para a fragmentação poderá incluir uma coordenação mais abrangente entre os bancos de desenvolvimento multilaterais e os nacionais, a Comissão Europeia e os Estados-Membros, de modo a possibilitar a emergência de soluções pan-europeias.

Instrumentos financeiros que possibilitem a esses bancos de desenvolvimentos multilaterais assumir parte do risco de crédito através da partilha das primeiras perdas deverão ser também fortemente apoiados.

Em Portugal, estão a ser discutidas algumas iniciativas para promover o acesso ao financiamento. Com efeito, na carta de intenções dirigida ao FMI, as autoridades portuguesas mencionaram o plano de implementar um mecanismo para titularizar crédito hipotecário de alta qualidade com uma garantia supranacional, de modo a superar as notações de crédito mais desfavoráveis atribuídas pelas agências internacionais de *rating* aos títulos emitidos pelos agentes económicos portugueses. Além desta iniciativa, existe também uma proposta para racionalizar e redirecionar para os setores mais produtivos da economia as iniciativas governamentais existentes, incluindo a criação de um mecanismo para alavancar fundos estruturais da UE.

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

Há de facto instrumentos financeiros e quadros de política económica que podem favorecer a perceção de risco por parte dos financiadores ou a partilha de risco, como acontece no sistema de garantia mútua a favor das PME's, e que podem minimizar riscos de alteração de condições de rendibilidade sem prejudicar a concorrência sectorial e a racional afetação dos fatores de produção em função do retorno esperado. Cabe aos decisores públicos, e não ao banco central, estudar e decidir as soluções que mitiguem a incerteza sem prejudicar a correta afetação dos recursos.

Numa ótica europeia, e para enfrentar os desafios resultantes da fragmentação dos mercados financeiros, bem como para proporcionar o mesmo *level playing field* às PME independentemente da sua localização geográfica, poderá ser analisada a possibilidade de desenvolver mecanismos europeus, que passem pelo desenho de instrumentos financeiros de suporte a investimentos de



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

longo prazo, eventualmente envolvendo algum tipo de garantias com a possibilidade de haver contragarantias do Estado-Membro onde a empresa estiver estabelecida.

**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?***

Os investidores institucionais podem desempenhar um papel mais importante através da adequação dos instrumentos de financiamento ao respetivo modelo de negócio, nomeadamente às exigências de solidez financeira, de rendibilidade e de cumprimento de quadros regulatórios e prudenciais; e, por outro lado, pela revisão destes últimos quadros, de forma a conciliar os objetivos últimos que prosseguem com a natureza dos instrumentos de investimento estável de longo prazo. Trata-se de uma reflexão que requer um diálogo entre investidores institucionais, promotores de investimento a longo prazo e reguladores e supervisores sectoriais.

**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?***

Os outros intermediários financeiros podem desempenhar um papel importante no financiamento da economia, complementando o papel do setor bancário, quer pela participação ativa na concessão de crédito (nomeadamente através da participação em consórcios) quer indiretamente, reforçando a sua presença nos mercados de capitais, ao investir em novos veículos vocacionados para o apoio ao financiamento de longo prazo. Todas estas soluções devem ser devidamente enquadradas em termos do novo quadro regulamentar europeu, evitando a concessão de crédito por entidades não reguladas ou supervisionadas. Deverão existir condições para que o normal funcionamento do mercado proporcione uma distribuição geográfica e social equitativa das poupanças captadas pelos novos instrumentos financeiros, por forma a assegurar uma redução das assimetrias regionais no seio da UE.

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

A criação de veículos de investimento conjunto pode ser uma boa forma de promover o acesso ao financiamento, quer através da participação direta das empresas ou com a participação de bancos. No entanto, é importante notar que estes veículos de investimento devem ser cuidadosamente



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

desenhados de forma a promover o correto alinhamento dos incentivos de todos os agentes envolvidos (para evitar problemas de risco moral, como os que levaram à crise do *subprime* nos EUA).

Deverão estudar-se os obstáculos ao desenvolvimento desses fundos no passado, de modo a que se evitem situações semelhantes no futuro. Por exemplo, poderia ser promovida uma maior harmonização das regras fiscais a que esses fundos estão sujeitos, independentemente do país de origem/residência dos mesmos, o que permitiria mobilizar poupança e investimento em toda a 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?***

Apesar de a relação entre os bancos, que têm sido os promotores até ao presente deste segmento de mercado e detentores de conhecimento específico inerente, e os investidores institucionais poder ser de concorrência, os futuros quadros regulatórios poderão resultar em oportunidades de cooperação. Para isso, o desenho de novas alternativas e instrumentos deverá fomentar a integridade do mercado único do euro e assentar em princípios harmonizados a nível europeu e em disposições de elevada transparência (*accountability*).

O Banco de Portugal tem dado particular importância à transparência da informação financeira que permita melhorar os processos de avaliação de risco, tendo para isso disponibilizado sistemas de informação, como a Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) e Central de Balanços. A CRC tem como principal objetivo apoiar as entidades participantes na avaliação do risco da concessão de crédito. Para o efeito, estas entidades acedem à informação agregada das responsabilidades de crédito de cada cliente no conjunto do sistema financeiro, podendo ainda aceder a informação relativa a potenciais clientes na sequência de um pedido de concessão de crédito ou mediante autorização dos mesmos. Por seu turno, a Central de Balanços do Banco de Portugal tem por principal objetivo contribuir para o melhor conhecimento da situação económica e financeira das empresas não financeiras portuguesas.

**10) *Existe algum impacto cumulativo das reformas prudenciais atuais e previstas sobre o nível e o carácter 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?***

Um aspeto importante mencionado no texto (último parágrafo da página 12) diz respeito à introdução de requisitos de liquidez para diferentes agentes do mercado financeiro. Estas alterações de regulação vão exigir a acumulação *buffers* de ativos líquidos de alta qualidade,



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

restringindo, assim, o montante de recursos disponíveis para a concessão de empréstimos de longo prazo. Estas pressões sobre o crescimento dos ativos dos intermediários financeiros decorrentes da regulação de liquidez são reforçadas por regulação adicional sobre capital e alavancagem. Assim, embora esta revisão regulamentar seja essencial para promover a estabilidade financeira a longo prazo, é necessário assegurar que a transição é suficientemente suave para evitar restrições súbitas na concessão de crédito. Neste âmbito, a CRD / CRR<sup>2</sup> prevê períodos de transição amplamente razoáveis para as novas exigências regulatórias.

Adicionalmente, e em sentido inverso aos efeitos cumulativos das políticas prudenciais mencionadas no texto, as interligações existentes entre intermediários financeiros poderão incentivar comportamentos de arbitragem regulamentar que reduzem a eficácia das reformas.

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

O projeto do mercado europeu de obrigações para financiamento de projetos, mencionado na nota, pode ser uma ferramenta importante para melhorar o acesso das empresas ao financiamento. Além disso, a emissão de títulos de longo prazo para financiar projetos de investimento em infraestruturas (*project finance*) pode ser uma boa forma de promover o investimento de longo prazo, reduzindo simultaneamente o *mismatch* de maturidades entre ativos e passivos e melhorando a avaliação de risco desses instrumentos.

**12) Como poderão os mercados de capitais ajudar a colmatar o défice em capitais 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?**

Como referido no documento, alguns projetos deveriam ser financiados por capital próprio em vez de dívida.

Embora tradicionalmente o tratamento fiscal dos juros constitua um incentivo à alavancagem das empresas, existem outras razões, como a dificuldade de acesso das PME ao mercado acionista, uma maior exposição ao risco dos acionistas face aos credores, as assimetrias regionais no acesso

---

<sup>2</sup> A CRD/CRR são os documentos legais que implementam o pacote regulamentar de Basileia III na UE.



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

ao mercado de capitais europeu por parte de investidores e aforradores, que explicam a predominância da dívida face ao capital.

Uma das formas possíveis de reforço dos capitais próprios na Europa poderia passar pelo incentivo à emissão de instrumentos híbridos – como obrigações convertíveis – traduzidas em financiamento mais estável para as empresas e maiores rendimento/ menos risco para investidores.

Para além disso, dado que habitualmente as empresas preferem usar dívida em vez da emissão de ações, devido a deduções fiscais ao nível dos juros, poderá ser útil ponderar a implementação de incentivos fiscais que promovam a emissão de ações, evitando assim incentivos à alavancagem excessiva das empresas.

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

As principais vantagens são a introdução de um maior nível de integração dos mercados e maior certeza jurídica para os investidores, potenciando uma maior procura por parte de investidores institucionais. Estes fatores poderiam beneficiar particularmente os emitentes dos países mais afetados pela crise de dívida soberana.

**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?**

No que respeita à titularização, o equilíbrio entre a estabilidade financeira e os benefícios da libertação de recursos adicionais para conceder empréstimos constitui um desafio complexo, tal como ilustrado pelas consequências da crise do *subprime* nos EUA. Uma forma de promover a titularização sem comprometer a estabilidade financeira é garantir que os incentivos permanecem adequadamente alinhados, exigindo, por exemplo, que os bancos retenham a *tranche* com mais risco (*first loss*) e que as implicações em termos de requisitos de capital permaneçam praticamente inalteradas. O desreconhecimento completo dos ativos titularizados pode incentivar a tomada excessiva de riscos.

A promoção, junto das agências internacionais de *rating*, de iniciativas tendentes a assegurar o *de-link* entre o *rating* das emissões e o *rating* atribuído ao soberano do país de localização do



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

originador dos créditos constituiria um forte incentivo para a reanimação do mercado de emissões nos países mais afetados pela crise da dívida pública.

**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?**

As contas de poupança orientada devem ser enquadradas por políticas públicas e regimes prudenciais que acautelem a correta afetação de recursos e a autonomia de decisão de crédito ou de financiamento de forma a salvaguardar o respetivo reembolso (os mecanismos públicos de partilha de risco podem ser indispensáveis quando a perceção de risco ultrapassa a sua aceitação pela entidade financiadora).

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

O Banco de Portugal considera que o IRC não deve induzir uma vantagem para o endividamento. Há que estudar os diferentes modelos que têm sido testados e optar por um modelo que induza uma preferência pelo reforço de capitais próprios e que, simultaneamente não gere, na fase de transição, uma perda de receitas públicas ou um desequilíbrio das contas das empresas.

Das duas abordagens teóricas para procurar remover as distorções entre o financiamento das empresas por capitais próprios ou por capitais alheios, ou seja o modelo *Comprehensive Business Income Tax*, que consiste na não aceitação para efeitos fiscais da dedução dos juros pagos, ou o modelo *Allowance for Corporate Equity* em que se permite a dedução fiscal de um juro imputado a título de remuneração de capital, o Banco de Portugal mostra preferência pela segunda.

As experiências internacionais com o modelo *ACE* ao longo do tempo, designadamente na Áustria, Bélgica, Brasil Croácia, Itália e Portugal, embora com especificidades diferentes, são razões justificativas pela preferência por sistemas que apoiem fiscalmente o financiamento das empresas por 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?**

O envelhecimento da população na Europa reforça a necessidade de promover a poupança de longo prazo. Alguns países já implementaram no passado programas que oferecem incentivos para



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

essas poupanças que, por sua vez, podem ser utilizados para financiar investimentos de longo prazo. Os incentivos fiscais devem ser implementados por forma a premiar a duração do investimento/poupança e penalizar o resgate antecipado (excecional e previsto). Só nestas condições será possível garantir a estabilidade dos recursos, limitando o risco de liquidez. Poderá ser útil visitar as medidas fiscais adotadas num passado recente a nível de cada Estado-membro com vista à promoção da poupança, por forma a desenhar um modelo de incentivos socialmente abrangente e harmonizado a nível europeu.

Relativamente às poupanças canalizadas para aplicações destinadas a complementar no futuro as pensões de reforma, a majoração dos incentivos fiscais às rendas vitalícias, em detrimento das aplicações resgatáveis, poderia ser uma possibilidade a ponderar.

**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?***

Como discutido anteriormente (questão 12), as empresas normalmente preferem contrair dívida em vez de emitir de ações, devido às deduções fiscais dos juros. Como tal, pode ser útil considerar a implementação de incentivos fiscais para estimular a emissão de ações, reduzindo assim os incentivos à alavancagem das empresas.

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

A coordenação fiscal na UE torna-se indispensável e urgente. A erosão das bases tributáveis de alguns Estados-membros tornou-se uma questão particularmente sensível, a qual será objeto de debate no próximo Conselho Europeu. Por outro lado, por razões diversas, constata-se uma maior recetividade de muitos países ao intercâmbio de informações para efeitos fiscais. Uma maior e mais efetiva coordenação dos sistemas fiscais poderá propiciar a criação do *level playing field* essencial para o financiamento dos investimentos a longo prazo.

**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?***



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

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

Promover uma maior participação dos acionistas a longo prazo é desejável. Este objetivo pode ser alcançado, por exemplo, através da concessão de mais direitos de voto ou de maiores dividendos para os investidores de 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?**

O foco na avaliação dos gestores deveria ser desviado dos resultados obtidos anualmente (por vezes, até por referência a períodos inferiores a um ano) para prazos mais alargados, mais consentâneos com as durações dos projetos de investimento. De igual modo, a par do retorno relativo face a um *benchmark* fixado com uma perspetiva anual (orientado pelo mercado) seria útil avaliar o retorno efetivo em linha com a necessidade de cobertura dos *cash-flows* decorrentes das responsabilidades assumidas no horizonte temporal em que os mesmos se materializam.

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

Seria possivelmente positivo reforçar a mensagem do “serviço” – colocar os interesses dos clientes/beneficiários em primeiro lugar – na medida em deverão ser estes os únicos beneficiários das posições de investimento assumidas; este é um princípio orientador e válido, aplicável a todos os intermediários financeiros, bancos, seguradores, fundos de pensões, gestores de ativos, etc.

**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?**

A divulgação de informação não financeira é essencial à avaliação do grau de risco associado a uma dada empresa/veículo/projeto; a simples quantificação do grau de resiliência da empresa/veículo/projeto face a choques externos ou internos, independentemente da sua de probabilidade de ocorrência, contribuirá para melhorar a perceção do risco a que o investidor está exposto.

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

A definição de padrões de referência seria bem-vinda, em especial quando as condições económicas e financeiras condicionam a obtenção de referências estáveis e robustas a médio e



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

longo prazo (a título de exemplo, refiram-se as variáveis económicas utilizadas em diferentes modelos de avaliação de risco, como a taxa de juro de longo prazo, os prémios de risco, a taxa de inflação, etc). Mesmo não se fixando valores, seria sobretudo útil acordarem-se princípios ou métodos que promovessem a harmonização de práticas e, por esta via, a comparabilidade dos resultados.

***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?***

As medidas sugeridas no Livro Verde são úteis na promoção do acesso das PME ao financiamento de longo prazo. De referir, contudo, que a sua implementação exigirá o recurso a especialistas na análise de crédito – *know-how* detido pelo sector bancário sendo, por esse motivo, expectável que o setor continue a assumir um papel preponderante na concessão de crédito a este segmento de empresas.

Adicionalmente, também os sistemas de garantia mútua, embora não mencionados, podem constituir uma ferramenta importante neste contexto, enquanto mecanismo de suporte à gestão do risco de crédito

***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?***

Nos países mais afetados pela crise da dívida soberana, o financiamento através da titularização de créditos tem sido praticamente inexistente devido à impossibilidade de obtenção de avaliações de crédito satisfatórias que permitam a sua colocação no mercado a preços economicamente viáveis. Para ultrapassar este obstáculo, e como resposta imediata, poderá ser analisada a hipótese de desenvolver, sob a égide da Comissão Europeia (e com o apoio técnico do BEI), um mecanismo europeu de concessão de garantias aos instrumentos de titularização emitidos em cada Estado-Membro. No longo prazo, a solução mais estável poderá passar pela criação de um mercado pan-europeu de ABS através da constituição de um veículo de titularização europeu que emitiria notas cujos ativos subjacentes seriam créditos concedidos a PME localizadas nos diferentes Estados-Membros.



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

**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?**

Em face da necessidade premente de potenciar o crescimento económico na Europa e de promover a criação de emprego, e dado que o setor das PME é um dos que mais contribui para a prossecução desses dois objetivos, considera-se oportuno criar uma abordagem separada e distinta para os mercados dedicados às PMEs.

No contexto europeu, o BEI surge como uma das principais entidades cuja lista de prioridades inclui o fomento da concessão de créditos a PME, pelo que se apresenta como a instituição mais bem posicionada para desempenhar esta função em coordenação com a Comissão Europeia, o BCE e os Estados-Membros. Numa ação mais abrangente poderão ser estudadas soluções mais complexas, envolvendo a participação do Eurosistema na componente de financiamento, desde que limitando a sua ação ao estrito cumprimento dos seus estatutos, suportado pela salvaguarda de risco com a presença da esfera pública (Estados-Membros ou Comissão Europeia).

**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?**

A definição de um Conjunto de Princípios em relação ao Financiamento do Investimento de Longo Prazo é uma preocupação dos líderes do G20, estando este trabalho a ser realizado presentemente no âmbito da OCDE. O objetivo é facilitar e promover o investimento de longo prazo trazendo para este segmento os investidores privados que presentemente detêm elevados montantes de liquidez e que procuram investimentos estáveis e com longas durações que lhes permita fazer a correspondência de maturidades numa ótica de *Asset Liability Management* do seu balanço. Neste esforço internacional, um enquadramento regular da UE que promovesse a integridade do mercado único do euro poderá ser um fator crítico para o sucesso deste segmento na área do euro, para além de poder contribuir para a diminuição da segmentação dos mercados financeiros. Refira-se que, na perspetiva dos investidores, nesta vertente o mercado financeiro da área do euro encontra-se com condições de funcionamento mais desfavoráveis do que outras



*Banco de Portugal*

EUROSYSTEM

zonas do globo, como a América do Norte (mercado do dólar dos EUA e do dólar canadiano) ou da Oceânia (mercado do dólar australiano).

***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?***

O desenvolvimento de soluções de capital de risco ou de outros mecanismos envolvendo a partilha de riscos com participação de bancos de desenvolvimento nacionais ou multilaterais dirigido à recapitalização ou reforço da estrutura de capital das PME poderá contribuir decisivamente para uma melhor avaliação do risco por parte dos investidores, sendo esta uma condição necessária para as PME's poderem aceder diretamente ao mercado de capitais. Nesta vertente, deverão ser calibrados os incentivos fiscais adequados para prosseguir este objetivo, bem como desenvolver um eventual enquadramento de iniciativas europeias nesta matéria.



## COMENTÁRIOS AO LIVRO VERDE “O FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO DA ECONOMIA EUROPEIA”

### **Introdução**

A Comissão Europeia lançou em 25 de março de 2013 uma consulta no quadro do Livro Verde “O financiamento a longo prazo da economia europeia”. De acordo com a Comissão, o objetivo do 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”*. Os contributos poderão ser enviados até 25 de junho de 2013.

Perante o desafio de colocar a UE na via de um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo, objetivos da Estratégia UE2020, existem grandes necessidades de investimento a longo prazo para cujo financiamento as administrações públicas e as empresas precisam de ter acesso a capitais previsíveis e de longo prazo.

Para que exista esse acesso é fundamental assegurar que o sistema financeiro canaliza de forma eficaz as poupanças dos agentes com capacidade de financiamento para os destinatários e fins mais apropriados, através de mercados de capitais abertos e competitivos, podendo esse processo envolver intermediação ou um acesso mais direto a esses mercados.

Havendo a clara perceção de que a crise financeira afetou a capacidade de o setor financeiro da Europa canalizar as poupanças para investimentos a longo prazo, importa promover a discussão sobre as medidas a tomar para assegurar



que o processo de financiamento se torne mais eficiente. É esse o propósito (louvável) do livre verde e da consulta pública a ele associada.

De facto, a teoria económica é consensual no que respeita ao efeito poderoso que o funcionamento adequado do sistema financeiro tem sobre o crescimento económico, a distribuição do rendimento e mesmo sobre a proporção de pessoas que vive na pobreza. Nesse sentido, é fundamental assegurar que o sistema financeiro desempenha de forma adequada a sua função no financiamento da economia, seja promovendo a eficiência em todos os segmentos do sistema, seja adotando as estratégias regulatórias que incentivem e contribuam para os melhores comportamentos de todos os agentes, financeiros ou não financeiros.

Para isso, porém, é necessário ter em conta os diversos elementos integrantes do sistema financeiro, nomeadamente os intermediários financeiros, os instrumentos financeiros, os mercados financeiros e ainda as autoridades de supervisão, para lá das diversas operações e interações que têm lugar, desde a formação e disponibilização da poupança até à sua aplicação no financiamento do investimento. De facto, para que o financiamento da economia seja eficiente e eficaz na promoção do crescimento económico é necessário que exista poupança, mas é também necessário que a mesma seja aplicada junto dos intermediários ou mercados financeiros, que estes assegurem a sua canalização para os empreendedores com os melhores projectos e que esses agentes os desenvolvam da forma mais eficiente para garantir o aumento efectivo da capacidade produtiva instalada e o aumento da competitividade do aparelho produtivo europeu.



Tendo em consideração o referido, nas respostas e nas observações que fazemos às questões colocadas em consulta pública pela Comissão Europeia, não nos limitamos estritamente a abordar aspetos relacionados com a disponibilização e as características do financiamento a longo prazo, mas igualmente abordaremos outros aspetos relevantes do processo de criação, canalização e aplicação eficiente das poupanças em investimentos produtivos.

Reconhecendo a complexidade do processo de financiamento e a multiplicidade de condições necessárias à sua eficiência, o Livro Verde coloca um leque alargado de questões, agrupadas em torno de algumas temáticas, com vista a identificar ações para tornar o financiamento mais eficiente. No presente documento igualmente se optou por apresentar as observações em torno daqueles grupos de temáticas, salientando em cada caso os aspetos que se afiguram mais merecedores de reflexão.

### **Comentários/Respostas às Questões Colocadas**

Primeira temática/grupo de questões:

- 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?***

No que respeita à análise relativa à disponibilização e às características do financiamento a longo prazo, concordando em geral com a abordagem da Comissão Europeia não deixamos de apresentar duas notas. Em primeiro lugar, importa salientar que aumentar eficazmente a capacidade produtiva instalada, indispensável ao crescimento e ao desenvolvimento económico, exige - como melhor se explicitou na Introdução - muito mais do que eliminar



CMVM

barreiras à disponibilização de financiamento de longo prazo, aspeto em que incide primordialmente a análise apresentada.

De facto, a adoção de estímulos ou a remoção de barreiras à realização de poupanças, a promoção da eficiência do sistema financeiro na canalização dessa poupança para as mãos adequadas – que, em face do passado recente, não pode nem deve ser tida como um dado adquirido -, e a adoção de mecanismos que penalizem e desincentivem a não aplicação em investimento produtivo eficiente das poupanças captadas igualmente merece ponderação. Parece-nos, pois, que estes aspetos poderiam (e, porventura, deveriam) ter merecido mais atenção do que aquela que lhes é dada na análise da Comissão Europeia. Pensar e reformular o financiamento da economia implica, pois, analisar todos os elos da cadeia que vão desde (os estímulos à) a poupança, passando pela oferta de instrumentos que permitam a aplicação eficiente dessa poupança, pela remoção dos obstáculos ao livre funcionamento do mercado único e aberto de capitais à escala europeia, e pelo estímulo à canalização dos recursos para projetos eficientes e que efetivamente expandam a capacidade produtiva e a competitividade da economia europeia. Tal envolve, por isso, bastante mais do que a temática da disponibilização de financiamento a longo prazo em que se centrou a análise da Comissão Europeia.

A segunda nota tem a ver com o que se refere, na análise em relação à disponibilização e às características do financiamento a longo prazo, a propósito das famílias. Não cremos que seja exato pressupor que as famílias preferem, regra geral, dispor de liquidez e da possibilidade de mobilizarem rapidamente os seus depósitos. Estamos em crer que, já hoje muitas famílias procuram aplicações eficientes de longo prazo, e que, em face da crescente consciência de que os sistemas de proteção social não poderão ter no futuro o mesmo alcance e papel que tiveram no passado, tal tendência será ainda mais intensa nos anos vindouros. Não deve, pois, tomar-se como pressuposto que



não existe apetência das famílias por tal tipo de investimentos, nem a captação do aforro junto destas deve ser excluída à partida. A União Europeia e os Estados que a integram deveriam, como adiante melhor se explicitará, proporcionar instrumentos adequados para este efeito, o que nem sempre tem acontecido.

No que respeita à questão conceptual (Questão 2), embora se preferisse uma definição mais simples como a de que por financiamento de longo prazo se deve (simplesmente) entender a «*disponibilização e a captação de capitais por um período longo de tempo*», nada temos a objetar à definição proposta segundo a qual financiamento de longo prazo é o «*processo pelo qual o sistema financeiro fornece financiamento para pagar investimentos que se estendem por muito tempo*». Apenas notamos que a atual formulação pode levar a entender-se que os atos de investimento se estendem (necessariamente) por muito tempo, quando na realidade o que, certamente, se quer dizer é que a exploração e a recuperação dos investimentos se estendem por muito tempo. Donde, sugere-se que se ajuste a redação (por exemplo, como se segue: *processo pelo qual o sistema financeiro fornece financiamento para pagar investimentos cuja recuperação se estende por muito tempo*).

No que respeita à definição alternativa, anotamos apenas que a consideração, como critério, de um prazo de vencimento de cinco anos poder ser limitativa, ao não levar em conta realidades dispares decorrentes da natureza específica dos projetos. Além disso, a fixar-se um prazo para o conceito de financiamento a longo prazo, importaria igualmente articular com os conceitos de financiamento a curto prazo, que na tradição europeia tipicamente se limita a prazos até um ano, e (por isso) eventualmente convencionar um conceito de investimento de médio prazo, em ordem a que na União Europeia todos saibamos do que estamos a falar quando qualificamos os prazos dos investimentos.



Segunda temática/grupo de questões:

**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?**

Sobre esta segunda temática/grupo de questões considera-se que não obstante o quadro de ajustamento por que passa o setor, o sistema bancário continuará a desempenhar um papel importante no financiamento de longo prazo, em particular, para um conjunto de empresas para as quais outros mecanismos de intermediação ou financiamento apresentam menos vantagens relativas.

Neste domínio, e para melhorar a capacidade de os bancos assegurarem o seu papel no financiamento de longo prazo, uma das questões que deverá merecer ponderação, até tendo em conta (não só, mas primordialmente) a experiência registada durante a crise, é o atual modelo de sistema bancário, baseado na chamada *banca universal* de que resulta a centralização numa mesma instituição ou grupo de toda a tipologia de operações bancárias, financeiras e seguradoras.

A concentração das atividades da banca comercial e de investimento numa mesma entidade ou num mesmo grupo financeiro suscita conflitos de interesses que originam muitas vezes que certos instrumentos de captação de poupança ou de financiamento das empresas, não obstante mais eficientes, sejam privilegiados em detrimento de outros, atentos apenas a fatores de rentabilidade de curto prazo ou a necessidades momentâneas de financiamento dos bancos e não ao interesse e à adequação dos produtos aos respetivos clientes (estejam estes do lado da captação ou do lado da oferta de aforro).



Estes conflitos de interesses são notórios quando as atividades de banca comercial tradicional e de gestão coletiva de ativos são desenvolvidas por um mesmo grupo financeiro, mas também quando envolvem outras áreas de negócio como o capital de risco. No plano da gestão de ativos, não só as políticas de investimentos são muitas vezes condicionadas aos interesses da entidade (bancária) que domina o gestor, como o exercício de direitos de voto nas participadas da gestão de ativos muito frequentemente não é exercido, ou é-o em alinhamento com interesses de terceiros, não incentivando, ou até mesmo reduzindo, o ativismo societário na gestão dessas sociedades. Ademais, a concentração de atividades não permite uma efetiva e sã concorrência da gestão de ativos com a captação tradicional de depósitos.

É esse ainda o caso da comercialização de produtos financeiros complexos. Com efeito, um número não desprezível destes produtos apresenta uma complexidade excessiva, sendo de difícil compreensão pelos investidores não qualificados, e alguns apresentam taxas de retorno esperado negativas. Assim, nalguns casos seria mesmo desejável que a comercialização destes produtos financeiros complexos junto de investidores de retalho não fosse permitida, uma vez que o seu retorno efetivo final para os investidores se revela muito inferior ao esperado, o que pode minar a confiança no sistema financeiro, aumentar a aversão ao risco dos investidores e desincentivar a constituição de poupanças de longo prazo.

Por fim, não se deixa de notar que a existência de participações cruzadas entre os grupos bancários e algumas das empresas suas clientes, ainda que limitadas a uma certa percentagem do capital social, não deixa de na prática constituir um entrave ao verdadeiro funcionamento de um mercado aberto de capitais. Esta realidade tende, de facto, não só a levar que os grupos bancários acionistas possam ser privilegiados face a seus concorrentes (ou, pelo menos, a criar-se tal convicção), mas também origina que para estes clientes sejam



(ou, pelo menos, haja o risco de tal acontecer) canalizados recursos que poderiam (e deveriam) ser canalizados para empreendedores mais eficientes se existisse uma lógica de puro mercado aberto na captação e na colocação de recursos financeiros.

Anotamos, por fim, que comparativamente ao que se passa nos EUA, o sistema bancário europeu tende a concentrar riscos em determinadas empresas. A adoção de medidas no sentido de facilitar e estimular a sindicalização de empréstimos, induziria a uma maior pulverização desses riscos e a uma redução das relações de (excessiva) proximidade entre a banca e as empresas. Advoga-se, pois, que se evolua no sentido de passar de um sistema (de relacionamento entre a banca e as empresas) *baseado nas relações* (acionistas ou outras) para um sistema primordialmente *baseado no* funcionamento do *mercado* (nas suas diversas vertentes).

Terceira temática/grupo de questões:

- 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?**

Neste grupo de questões é suscitado o papel que os instrumentos públicos podem desempenhar ao nível da melhoria do financiamento a longo prazo, abordando, em particular, o papel dos bancos de desenvolvimento nacionais ou multilaterais e de outros instrumentos e quadros de política pública.



CMVM

Os bancos de desenvolvimento nacional ou multilateral podem assumir um papel complementar na implementação das políticas públicas, podendo estimular o financiamento privado, ao reduzir a volatilidade dos custos de financiamento para determinadas categorias de investidores e limitar a visão a curto prazo por parte dos intervenientes do setor privado. Quer o BEI quer os bancos de desenvolvimento nacionais podem desempenhar este papel complementar ao financiamento privado, assegurando condições de financiamento mais estável para projectos com maturidade longa mas com efeito estruturante nas economias e aos quais os mecanismos privados dificilmente dão resposta.

A questão central relativamente ao papel dos bancos de desenvolvimento nacionais que importa acautelar é o risco de, por um lado, tal como refere o Livro Verde, estes bancos promoverem concorrência desleal face a outros intermediários financeiros e, por outro, poderem, face a eventuais comportamentos pouco adequados em termos de gestão de risco, por em causa a solidez do sistema. Assim, é fundamental existir uma clara definição das suas atribuições, transparência nas operações em que são envolvidos e limitação das possibilidades de gerarem com a sua ação risco sistémico que se propague a outras instituições financeiras e que ponha em causa a solidez do sistema financeiro.

No que se refere a outros instrumentos pelos quais as autoridades públicas podem incentivar os investimentos de longo prazo, é possível identificar alguns que podem contribuir para a redução da magnitude ou da volatilidade dos custos de financiamento ou ainda para a extensão de maturidades. Em virtude do elevado risco, associado a níveis reduzidos de capitais próprios ou à própria incerteza decorrente da maturidade longa em que os resultados dos projetos se materializarão, é frequente que os projetos tenham dificuldades em obter financiamento privado de longo prazo. Os instrumentos públicos,



nomeadamente mecanismos de garantia que assegurem uma redução das perdas potenciais para o financiamento privado, fundos de *equity* (ou seja, participação pública no capital) que complementem o investimento privado, ou outros fundos de financiamento (por exemplo, linhas de crédito), podem criar as condições para que os projetos se tornem elegíveis para financiamento privado visto que asseguram uma melhoria do risco de crédito desses projetos. Também neste domínio é fundamental assegurar a transparência destes instrumentos, e que os incentivos públicos assumam um carácter complementar e não substitutivo relativamente aos fundos privados.

Quarta temática/grupo de questões:

- 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?***
- 10) *Existe algum impacto cumulativo das reformas prudenciais atuais e previstas sobre o nível e o carácter 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?***



Este grupo de questões remete para o papel potencial dos investidores institucionais e outros intermediários e para as mudanças necessárias no quadro regulatório que promovam uma maior participação desses agentes no processo de canalização das poupanças para os aforradores por períodos longos de tempo.

Uma das questões com relevância neste domínio é a já abordada vantagem potencial da separação das atividades de banca comercial, de investimento e ainda dos gestores de ativos para permitir que diversos agentes sejam verdadeiramente concorrenciais e não sejam dominados por lógicas do lado da oferta. Não se repetem aqui, mas continuam válidos, os argumentos já expandidos anteriormente.

Note-se, além disso, que a atuação dos poderes públicos ao longo da última década, pelo menos no que a Portugal diz respeito, tem frequentemente ido em sentido contrário do fortalecimento dos investidores institucionais. Note-se, por exemplo, que as medidas de integração de sistemas (e respetivos fundos) de pensões de empresas privadas no sistema de segurança social, que diversas vezes foram tomadas em Portugal, inevitavelmente provocam o enfraquecimento dos investidores institucionais, quando pelo contrário se deveria procurar promover o seu papel.

Noutro plano, considera-se que poderia haver vantagens na criação de um enquadramento normativo europeu da atividade de capital de risco, por exemplo mediante uma Diretiva de harmonização mínima da atividade (e.g. ativos elegíveis e regras de avaliação) e dos operadores de capital de risco. A atividade de capital de risco é muitas vezes instrumentalizada pelas instituições financeiras como forma de tirar do seu balanço créditos, não constituindo uma verdadeira alternativa de financiamento. Esses créditos são convertidos em



capital que os bancos tomam, passando a ser acionistas das empresas outrora devedoras e essas participações de capital são posteriormente colocadas em veículos de capital de risco, cuja vocação deveria ser distinta da mera reestruturação de dívidas. Esta prática compromete a credibilidade do setor e não permite uma verdadeira focagem na aposta de investimentos de risco, mas com potencial reprodutivo. Advoga-se, assim, que deveriam ser ponderadas medidas legislativas que impedissem essas práticas.

Não se advoga, porém, a atribuição de benefícios fiscais à aplicação de poupanças em instrumentos de investimento institucional em regime de exclusividade. De facto, o elevado comissionamento praticado pelos organismos de investimento coletivo, nos contextos em que o investimento está associado a benefícios fiscais conferidos aos investidores que subscrevem esses organismos, tem um reflexo não despidendo na rentabilidade final, fazendo com que muitas vezes esse benefício fiscal perca os efeitos pretendidos. Donde, a concessão de benefícios fiscais deve fazer-se num quadro que proporcione a concorrência entre diferentes alternativas (incluindo a possibilidade de os contribuintes fazerem as suas aplicações de longo prazo diretamente), e nunca numa lógica de exclusividade institucional que proporcione a captação do benefício fiscal pela intermediação financeira.

Note-se, igualmente, que a capitalização média de muitos dos organismos de investimento coletivo europeus é reduzida, especialmente quando comparada com a existente nos EUA, e não permite que se gerem economias de escala – o que aliás também contribuirá para explicar, em certos contextos, o elevado nível de comissionamento – pelo que haveria vantagem em promover uma maior integração do mercado europeu de fundos de investimento. Tal permitiria, por exemplo, a fusão transfronteiriça de alguns fundos, o que suscitaria naturalmente a necessidade de serem previamente revisitados, harmonizados e nivelados os respetivos regimes de tributação. Esta harmonização teria igualmente a vantagem de tornar mais fácil a comparação



da performance entre diferentes gestores de fundos e aumentar a competitividade do setor à escala europeia.

Quinta temática/grupo de questões:

- 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?**

Um dos principais problemas do financiamento das empresas (especialmente das portuguesas) é o seu elevado nível de endividamento, sendo este quase exclusivamente bancário. Esta é uma realidade transversal a todo o tecido empresarial nacional, sendo especialmente acentuada no âmbito das PME, mas igualmente muito preocupante entre as grandes empresas.<sup>1</sup> O excessivo

---

<sup>1</sup> Para alguns indicadores estatísticos ver Carlos Tavares, Apresentação à Comissão Parlamentar do Orçamento e Finanças, 10 de Abril de 2013, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).



endividamento das empresas, e em particular das PME, agravado por um perfil de dívida orientado para o curto prazo, constitui uma restrição ativa ao seu investimento e, portanto, ao seu perfil de crescimento e desenvolvimento. Constitui também um factor de agravamento do seu risco de crédito, tornando-o assim mais difícil e mais caro.

Importa, por isso, eliminar os obstáculos que se colocam ao financiamento por capitais próprios, bem como ao financiamento por capital alheio por outras vias que não o crédito bancário.

No que respeita aos obstáculos decorrentes ao financiamento por capital próprio, como melhor se explicita adiante, há que eliminar o mais rapidamente possível a discriminação fiscal de que é vítima esta via de financiamento, o mesmo é dizer eliminar a vantagem (para não dizer estímulo) fiscal de que beneficia o financiamento por capital alheio.

Além disso, há que criar – em termos similares aos que mais adiante também melhor se explicitarão – estímulos fiscais ao investimento direto ou indireto em valores mobiliários por períodos longos de tempo, em particular em instrumentos de capital próprio.

São neste contexto igualmente válidos os argumentos que antes se expandiram relativamente à necessidade de promover uma maiores independência e concorrência entre fontes alternativas de financiamento, designadamente a banca comercial, a banca de investimento e as sociedades gestoras de activos.



CMVM

Numa outra dimensão, considera-se que a titularização pode desempenhar um papel de maior relevo no financiamento das empresas. Porém, na promoção da titularização enquanto instrumento de financiamento devem ser acauteladas as lições da experiência anterior à crise financeira. Por isso, devem ser melhorados os níveis de transparência dos produtos associados a operações de titularização, assumindo aqui muita relevância a problemática da regulação das agências de notação de risco.<sup>2</sup> Só melhorias ao nível dos produtos colocados no mercado primário e do comportamento dos agentes económicos na análise de risco permitirão o desenvolvimento de um mercado secundário que assegure liquidez a estes instrumentos e assim potencie o seu papel. Porém, a adoção de regras específicas de transparência e difusão de informação nos mercados secundários (de balcão) destes produtos igualmente contribuiria para esse desiderato.

Quanto à questão das obrigações cobertas, não deixamos de alertar para o efeito pernicioso que podem ter, particularmente quando usadas pelo sistema bancário. Com efeito, a emissão de obrigações cobertas (de que o exemplo paradigmático são as obrigações hipotecárias) acaba por subtrair parte dos ativos do devedor à cobertura das demais responsabilidades do emitente. Assim, no caso dos bancos tal significa deixar numa situação de mais fragilidade quer os depositantes quer os demais obrigacionistas.

Sexta temática/grupo de questões:

**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?**

---

<sup>2</sup> Agravadas pela circunstância de os agentes de mercado (em particular os bancos) se terem demitido de realizarem as suas próprias análise de risco de crédito, externalizando totalmente esta atividade para as agências de rating.



- 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?**

O estímulo à poupança depende, desde logo, da existência de instrumentos que permitam transferir capacidade aquisitiva do presente para o futuro com eficiência. No atual contexto a ausência de instrumentos isentos de risco de crédito, não deixa de constituir-se como um fator desincentivador da poupança que urgia minimizar.

Também neste domínio, a criação de formas de investimento alternativas, por exemplo que permitam o acesso direto, e a custo eficiente, dos investidores de retalho a instrumentos de dívida pública, poderia igualmente não só contribuir para o financiamento a longo prazo das administrações públicas como poderia constituir um incentivo à constituição e aplicação de poupanças.

Em termos do incentivo ao investimento por longo prazo pela via fiscal, além de como já referido se defender a neutralidade do ponto de vista institucional, de modo a evitar a apropriação do benefício pelas comissões de intermediação



financeira, deveria ponderar-se a possibilidade de incentivar o reinvestimento dos montantes vencidos e respetivas mais-valias. Isso implicaria, por exemplo, a aplicação de mecanismos de não tributação aquando do desinvestimento se este fosse substituído pelo investimento em instrumentos de cariz análogo, o que geraria para os investidores um *carrying cost* positivo da componente fiscal.

Ainda neste âmbito, deveria equacionar-se a possibilidade de criação de incentivos fiscais, quer para fundos de investimento que invistam a longo prazo, quer para fundos de pensões, quer ainda para a aplicação direta igualmente por longo prazo de poupanças individuais em ativos financeiros, enquanto medida de contenção do consumo e de estímulo às poupanças de longo prazo. Noutros países (v.g. Reino Unido), a possibilidade de dedução integral dos rendimentos do trabalho afectos a fundos de pensões – com tributação diferida para o momento da distribuição – constitui um incentivo poderoso à poupança de longo prazo e um contributo essencial para os sistemas complementares da segurança social pública. Ao mesmo tempo que se reforçam os fundos de pensões como investidores institucionais estáveis em capital e dívida de médio e longo prazo das empresas.

No que respeita aos investimentos de longo prazo em fundos de investimento e fundos de pensões, de modo a evitar que os incentivos fiscais sejam apropriados, via custos de intermediação, pelas instituições financeiras, uma possível solução seria a introdução de limites máximos às comissões de intermediação nos produtos que sejam fiscalmente. Isto é, limitar os incentivos fiscais às soluções institucionais que sejam *low cost*, no que concerne aos custos de intermediação financeira.

No plano do financiamento dos investimentos via capital próprio ou alheio, julga-se pertinente eliminar a distorção – que tem constituído um paradigma –



CMVM

que favorece fiscalmente o financiamento de projetos mediante contração de dívida em detrimento da capitalização das empresas mediante reforço dos capitais próprios. Com efeito, os juros dos passivos financeiros contraídos pelas empresas são considerados custo do exercício, enquanto, por exemplo, os aumentos de capital, que também têm por pressuposto uma determinada expectativa de rentabilidade dos investidores que injetam capital, não gozam de qualquer incentivo fiscal. Seria desejável que estas duas formas de obtenção de 'financiamento' para a atividade e projetos de investimento das empresas, fosse alvo de igual tratamento em sede fiscal, 'premiando' tributariamente a injeção de capital próprio nas empresas. Tal poderia passar por considerar como custo do exercício, a par do que sucede com os juros da dívida contraída, os dividendos distribuídos pelas empresas, ou, para não penalizar aquelas que optem por reinvestir resultados, uma determinada taxa de rentabilidade do capital próprio. Um incentivo adicional à capitalização das empresas seria a limitação da dedutibilidade dos juros a partir de certo nível (elevado) de alavancagem.

Sétima temática/grupo de questões:

***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?***

A CMVM discorda da ideia de que a contabilização pelo justo valor possa ser responsabilizada pelo comportamento seja dos investidores, seja dos gestores das empresas. A alternativa ao *justo valor* é, por definição, o *não justo valor*. Tal implica, pois, reportar informação financeira que não retrata a verdadeira e justa situação económica e patrimonial da empresa. Este tipo de situação apenas pode originar falta de confiança entre os investidores. Aí sim, pode



responsabilizar-se a informação financeira pelo comportamento que induz nos agentes económicos (a ausência ou afastamento do mercado por força da falta de confiança na informação divulgada).

Aspeto diferente deste é a adoção de medidas regulatórias de que resultem consequências automáticas (seja no plano prudencial, seja no âmbito comportamental) dos resultados reportados. Tal como se considera indesejável que o *rating* tenha esse tipo de consequências, também se devem combater práticas de que decorram efeitos automáticos (sejam estes quais forem) do nível de resultados reportados com base no justo valor, que não ocorreriam caso fosse adotado outro normativo contabilístico.

Oitava temática/grupo de questões:

- 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?**

No que respeita a este grupo de questões que aborda a problemática da participação dos acionistas e os incentivos dados aos gestores de ativos para adotarem estratégias de longo prazo, um elemento relevante é a não existência atual de um verdadeiro mercado de controlo de empresas no espaço da União Europeia.

A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho prevê, em caso de lançamento de oferta pública de aquisição (OPA), a limitação dos poderes do órgão de administração de uma sociedade visada em relação a certas



operações de carácter excecional, sem impedir o curso normal das atividades dessa sociedade. Determina ainda que as restrições à transmissão de valores mobiliários, as restrições ao direito de voto, os direitos especiais de nomeação e os direitos de voto plurais devem ser suprimidos ou suspensos durante o prazo de aceitação de uma oferta ou quando a assembleia geral de acionistas decidir sobre a adoção de medidas defensivas, alterações ao estatuto da sociedade ou a destituição ou designação de membros do órgão de administração, na primeira assembleia geral de acionistas subsequente ao encerramento da oferta.

Contudo, atendendo às diferenças nos mecanismos e estruturas do Direito das Sociedades nos diversos Estados-membro, a Diretiva autoriza estes a não exigir às sociedades estabelecidas nos respetivos territórios que apliquem as disposições que limitam os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada no decurso de uma OPA, nem as disposições que tornem ineficazes as restrições previstas nos estatutos das sociedades ou em acordos específicos. Em tal caso, os Estados-membro deverão, em contrapartida, dar às sociedades estabelecidas nos respetivos territórios a opção – reversível, sublinhe-se – de aplicar essas disposições.

Estas exceções e o regime optativo em vigor não permitem que exista um mercado plenamente integrado de aquisições de controlo, designadamente em situações de OPA hostil, sendo em número muito reduzido as operações desta natureza no espaço europeu. Julga-se que a revisão deste regime e a remoção destas barreiras contribuiria para uma maior concorrência e eficiência na gestão das empresas, geradoras de externalidades positivas para os respetivos acionistas e para o funcionamento dos mercados de capitais.

Reitera-se aqui a matéria dos conflitos de interesses na gestão de ativos, designadamente no que toca ao exercício de direitos de votos nas participadas



da gestão de ativos. Muitas vezes, este direito não é exercido, ou é-o em alinhamento com interesses da entidade que domina o gestor de ativos, o que não incentiva o ativismo societário em matéria de direitos de voto.

Nona temática/grupo de questões:

***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?***

Todas as medidas que contribuam para a redução da assimetria de informação de que beneficiam os gestores relativamente aos acionistas são desejáveis. A melhoria das estruturas de governo e o reforço da qualidade e fiabilidade dos processos de auditoria e de reporte da informação igualmente são desejáveis.

Os analistas financeiros igualmente poderão dar um contributo muito positivo para a análise e tratamento dessa informação, procurando dela deduzir implicações de médio e longo prazo. Porém, uma vez mais nos deparamos com o obstáculo decorrente de a análise financeira, regra geral, se encontrar internalizada nas instituições bancárias, colocando-se uma vez mais problemas de conflitos de interesses similares aos que se apontaram já à integração da banca comercial e da banca de investimento. Neste caso, os conflitos de interesses decorrem da potencial instrumentalização da análise financeira aos objetivos de *trading*, obtenção de mandatos ou outros dos bancos que a realizam. As tradicionais *chinese walls* que são supostas prevenir este tipo de conflitos de interesses nem sempre se revelam suficientemente eficientes para este propósito. Importaria, pois, no plano europeu disciplinar mais eficazmente



CMVM

esta atividade, criando condições para que ela possa contribuir para o desiderato da clarificação da perceção do desempenho a longo prazo.

Décima temática/grupo de questões:

**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?***

**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?***

Sendo as PME um dos vetores da transformação e do crescimento das economias, o seu financiamento e, logo, a questão do acesso das PME a fontes de financiamento alternativas ao tradicional financiamento bancário assume grande importância.



CMVM

O acesso das PME ao mercado de capitais, seja para obter capitais próprios, seja para colocar obrigações, poderá em alternativa à sua cotação direta (de que resultam obrigações informativas e organizativas que poderão ter custos pesados) ser concretizada através de instrumentos de investimento indireto (fundos de investimento, fundos de capital de risco ou instrumentos similares). A assunção de responsabilidades ao nível da análise de riscos e de comportamento ativo ao nível do governo das participadas permitira aliviar aquelas exigências e proporcionar um acesso *institucionalmente suportado* ao mercado de capitais.

Uma vez mais, essa possibilidade depende do dinamismo do setor nas áreas da gestão coletiva de poupanças e do capital de risco, o qual com a sua internalização ou submissão à lógica interna dos grupos bancários, se deparará com os conflitos de interesse que, como detalhadamente já se explicou, daí inevitavelmente decorrem.

A criação de enquadramentos regulamentares ou de mercados específicos para PME não parece ser a via mais promissora. O caminho deve ser o de reduzir os custos de acesso aos mercados por parte de todas as empresas e de proporcionar às PME as melhores condições para participar nos mercados regulamentados. Isso reforçará a confiança dos investidores nos seus títulos, ao contrário do que aconteceria por exemplo com uma redução drástica dos seus deveres informativos e de transparência.

Lisboa, 16 de maio de 2013



**O Instituto de Seguros de Portugal (ISP) agradece a oportunidade de comentar o “Livro verde sobre o financiamento a longo prazo da economia Europeia”. Neste âmbito, elencam-se em seguida as principais considerações do ISP sobre o tema em apreço.**

Sem prejuízo da análise apresentada pela Comissão Europeia, considera-se relevante salientar o contributo que poderá advir da promoção de maiores níveis de literacia financeira. Mesmo que de forma indireta e com recurso a intermediários financeiros como sejam os bancos, as empresas de seguro ou os fundos de investimento, as famílias são (tal como referido no documento em análise) a principal fonte de fundos para investimento. No entanto, estas tipicamente optam por investimentos de curto prazo, com possibilidade de mobilização rápida do capital.

Este comportamento, além de indiciador de níveis relativamente elevados de aversão ao risco, poderá estar associado, ainda que parcialmente, a menores níveis de literacia financeira, que limitam o investimento em produtos não tradicionais, condicionando o que poderiam ser escolhas economicamente racionais, com base nos níveis expetáveis de risco e rendibilidade inerentes a cada classe de ativos, bem como das circunstâncias e limitações específicas a cada investidor. Adicionalmente, este comportamento poderá também estar associado a uma maior perceção de utilidade do consumo de curto prazo, em detrimento da constituição de poupanças de longo prazo. A este nível, interessa salientar o papel das políticas fiscais na promoção da constituição de poupanças de longo prazo, nomeadamente através da criação de incentivos fiscais a produtos que perseguem este objetivo.

O livro verde da Comissão Europeia associa as necessidades de financiamento de longo prazo com o ciclo de vida dos bens produzidos. Desta forma, a produção de bens de capital de longa duração estará dependente da existência de financiamento de longo prazo, visto que os fluxos de caixa provenientes do retorno do investimento apenas surgem após um período de tempo considerável. Sem prejuízo desta realidade, interessa também referir a importância da estrutura de capital das empresas que constituem o tecido produtivo. De facto, o financiamento do investimento com recurso predominante a passivos financeiros gera também necessidades de renovação recorrente desses passivos, situação que pode ser mitigada pelo aumento do peso relativo dos capitais próprios na estrutura de capital das empresas (aumentando também a estabilidade e a resiliência da economia). Mais uma vez se salienta o contributo que poderá advir do aumento dos níveis de literacia financeira das populações, potenciando a maior participação dos indivíduos nos mercados de capitais.

Analisando em específico as empresas de seguros e os fundos de pensões, é de salientar que os mesmos apresentam uma estrutura de balanço substancialmente distinta do que se verifica no setor bancário. Os seus ativos apresentam uma duração tendencialmente mais curta do que os passivos correspondentes. Ademais, o modelo de negócio segurador está também menos exposto ao risco de liquidez do que o



negócio tradicional bancário, visto que, no caso particular dos produtos de cariz financeiro do ramo Vida, a possibilidade de reembolso dos valores entregues pelos tomadores de seguros está, em muitos casos, limitada ou tem associadas penalizações que desencorajam esse resgate. Na prática, uma empresa de seguros não necessita de liquidar os seus ativos até que os benefícios ou indemnizações das apólices subscritas sejam exigíveis, o que tipicamente apenas ocorre após um hiato temporal considerável. Assim, numa lógica de *Asset Liability Management* (ALM), as empresas de seguros e os fundos de pensões têm incentivos à aplicação dos seus ativos em investimentos de longo prazo, de forma a minimizar o *duration gap* entre os seus ativos e passivos e, por esta via, mitigar o risco de taxa de juro inerente à sua atividade.

Tal como mencionado no documento em análise, antecipa-se uma evolução considerável com a implementação do novo quadro regulamentar do setor segurador (Solvência II), colmatando muitas das insuficiências do atual regime. De facto, este regime pretende estabelecer um ambiente regulatório mais harmonizado para todas as empresas do setor a operar na União Europeia (UE), introduzindo simultaneamente alterações estruturais consistentes com princípios económicos e assentes na mensuração dos riscos. Salientam-se, a este nível, as alterações na avaliação de ativos e passivos numa lógica de valor de mercado, no cálculo dos requisitos de capital, no sistema de governação e no reporte e divulgação de informação. Consequentemente, os requisitos de capital refletirão de forma mais adequada os riscos efetivamente incorridos pelas empresas de seguros.

Outra característica relevante do novo regime é a inclusão de um conjunto de mecanismos de natureza contra-cíclica, que deverão contribuir para a estabilidade do setor. Embora as medidas de execução da Diretiva Solvência II não se encontrem ainda aprovadas, é já possível antecipar a incorporação de instrumentos destinados a mitigar o efeito das flutuações dos mercados acionistas, de choques de liquidez e de períodos de funcionamento irregular dos mercados financeiros, bem como um grau de flexibilidade adaptável às circunstâncias particulares de cada empresa, em períodos de maiores dificuldades.

O projeto de revisão da Diretiva IRPP, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais, visa a modernização do regime prudencial Europeu num processo em bases semelhantes ao que o projeto Solvência II representa para as empresas de seguros. Mais concretamente, esta revisão deverá abranger três objetivos principais:

- Simplificar os procedimentos legais, regulatórios e administrativos para a implementação de planos de pensões transfronteiriços;
- Introduzir um sistema de supervisão baseado nos riscos para os fundos de pensões;
- Modernizar a regulação prudencial para os planos de pensões de contribuição definida em que a generalidade dos riscos financeiros é transferida para os participantes e beneficiários.



Refira-se ainda que estes processos legislativos em curso na UE irão provocar mudanças significativas nos enquadramentos regulamentares dos Estados-Membros, visíveis tanto nos setores segurador e dos fundos de pensões, como no bancário. Adicionalmente, numa ótica internacional, refira-se ainda a harmonização das regras contabilísticas (IFRS). Embora necessárias numa perspetiva de integração Europeia, estas alterações poderão reduzir a capacidade das autoridades de supervisão nacionais emitirem regulamentação a nível local, não sendo ainda possível estimar com fiabilidade os incentivos que poderão resultar da interação dos diferentes enquadramentos regulamentares ao nível dos setores mencionados.

Visto que o aumento do prazo de investimento tende a aumentar a capacidade dos agentes económicos para assumir riscos (ficando menos dependentes das flutuações de curto prazo), o desejável equilíbrio entre (i) os princípios económicos, (ii) a natureza de longo prazo das responsabilidades das empresas de seguros e dos fundos de pensões, (iii) os critérios que irão reger a avaliação dos ativos e (iv) a forma de apuramento dos requisitos de capital afigura-se central no âmbito desta discussão. Neste âmbito, deverá ser assegurada a primazia dos princípios que regem a gestão das carteiras de investimento no interesse exclusivo dos tomadores de seguros e beneficiários, assim como dos princípios do gestor prudente, limitando as políticas de investimento a ativos cujos riscos possam ser devidamente identificados, mensurados, monitorizados, controlados e reportados. Por último, devem também ser identificados e mitigados os conflitos de interesse entre as entidades emitentes dos instrumentos de longo prazo e os investidores.

Assim, a inclusão de medidas de incentivo aos investimentos de longo prazo pelas empresas de seguros estarão, em qualquer caso, dependentes da natureza das suas responsabilidades e, no caso de produtos de cariz financeiro do ramo Vida, da procura de produtos com estas características por parte dos tomadores de seguro. Torna-se mais uma vez evidente a necessidade de fomentar a procura por este tipo de produtos, quer através do aumento da literacia financeira, quer da implementação de outras medidas com efeitos estruturais, como sejam os incentivos fiscais à constituição de poupança de longo prazo. Tal não deve, no entanto, ser dissociado da necessidade de evitar a acumulação não controlada de riscos pelo sistema, afetando a estabilidade financeira e, conseqüentemente, o crescimento económico em bases sustentáveis.

Por outro lado, subsistem vários outros desafios aos investimentos de longo prazo que não foram abordados no documento em análise. Entre estes salienta-se:

- O ambiente de baixas taxas de juro não favorece o investimento em ativos de longo prazo, que apresentam atualmente níveis de rentabilidade relativamente baixos. Adicionalmente, por exemplo no caso dos instrumentos de dívida (obrigações), a eventual subida das taxas de juro no futuro levará à redução do valor de mercado dos instrumentos emitidos com taxas de rentabilidade inferiores;
- Influência do setor bancário sobre as empresas de seguros que pertencem ao mesmo grupo económico, que poderá dominar/influenciar as estratégias de investimento destas;



Instituto de Seguros de Portugal

- Alteração no perfil dos produtos oferecidos pelas empresas de seguros, em específico a eliminação ou redução das garantias de rendibilidade de longo prazo nos novos produtos, poderá diminuir o interesse (e a necessidade) das empresas de seguros investirem em ativos de longo prazo. Adicionalmente, a transferência dos riscos de mercado para os tomadores de seguro (seguros ligados) poderá ter o mesmo efeito;
- A atual crise da dívida soberana veio abalar a confiança dos agentes económicos nos títulos de dívida pública, até à data considerados *risk free*. Visto que o risco de crédito de um investimento é “proporcional” à sua maturidade, o aumento da aversão ao risco poderá contribuir para reduzir a procura por investimentos de longo prazo.

## Livro Verde - O Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia

### Contributo da Associação Portuguesa de Bancos

#### I – Sumário Executivo

É entendimento da Associação Portuguesa de Bancos que o problema de financiamento da economia europeia (e das economias dos países periféricos em particular) é um dos maiores desafios com que a Europa se confronta actualmente. Numa União Monetária é suposto existirem condições monetárias homogéneas que propiciem condições de financiamento relativamente próximas em todos os Estados-Membros. Mas a realidade mostra que a União Monetária está actualmente fragmentada e que cada Estado Membro está sujeito a condições monetárias particulares – liquidez, taxas de juro, condições de crédito – bastante mais gravosas nos países mais afectados pela crise da dívida soberana.

A falta de procura de crédito e de novos projectos de investimento torna imperioso criar, a nível europeu, um enquadramento favorável à captação de recursos e à sua alocação eficiente, envolvendo não só a concessão de crédito bancário mas também diversos outros mecanismos, como uma maior integração das políticas dos Estados Membros, o recurso aos mercados de capitais, a utilização de bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais e a utilização de instrumentos de recapitalização das empresas.

Neste sentido, salientam-se os seguintes aspectos:

- Urge adoptar um pacote singular de **medidas de estímulo ao investimento e à recapitalização das empresas, ao crescimento económico e ao emprego**, próprio de uma União que tem como pilares fundacionais a coesão, a convergência e a solidariedade.
- Importa garantir **menos despesa pública corrente, melhor despesa de investimento e aumento das receitas por via da reanimação da actividade económica** (e não por via do agravamento fiscal).
- A **estabilidade do enquadramento político, económico, institucional e fiscal** assume-se essencial para a canalização do financiamento a longo prazo na União Europeia. Progressos mais rápidos e visíveis nos processos de integração orçamental e financeira (neste caso, particularmente com a união bancária) assumem-se importantes para a recuperação da confiança e das intenções de investimento.
- O enfoque atinente à melhoria das condições de financiamento a longo prazo da economia europeia deve incidir sobre a **mitigação do sentimento de desconfiança** e concomitante alteração do clima de aversão ao risco. O financiamento a longo prazo é um conceito teórico, porque variável em função do contexto económico e financeiro vigente. Enquadramentos sujeitos a forte volatilidade na vertente institucional, política, económica ou financeira, tenderão a pressionar a redução do prazo subjacente ao conceito de financiamento a longo prazo. O enfoque deverá alterar-se de financiamento de longo prazo para investimento de longo prazo, e assegurar condições de confiança nesse investimento.
- É essencial criar um **enquadramento regulatório adequado** ao desenvolvimento da actividade bancária e da economia como um todo, que assegure a recuperação da confiança dos investidores mas que não se assuma espartilhado e sobre-regulado, com disposições legais e regulamentares com

efeitos contraditórios que constituam significativos entraves ao financiamento da economia. Devido à desalavancagem imposta, aos requisitos de capital e de liquidez cada vez mais exigentes, ao aumento do custo do financiamento bancário e à deterioração da situação económico-financeira das empresas, os bancos têm-se deparado com crescentes limitações no que respeita à possibilidade de concessão de crédito - crucial para a existência de um sistema financeiro robusto e para o desenvolvimento da economia.

No âmbito das alterações regulatórias, dever-se-iam considerar:

- ajustamentos nas ponderações do consumo de capital, aumentando a capacidade dos bancos para concederem empréstimos a longo prazo; e
  - incentivos do lado da liquidez, nomeadamente no que respeita à obtenção de financiamento junto do BCE.
- Os **bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais** devem constituir instrumentos privilegiados de intervenção no âmbito de políticas económicas de carácter anti-cíclico, desempenhando um papel de intervenção directa – via canalização de financiamento – ou indirecta, através da selecção de projectos e avaliação dos riscos a eles associados. Importa, neste domínio, dinamizar o papel do BEI no financiamento à economia. Actualmente a necessidade de sobrecolateralização dos empréstimos concedidos pelo BEI às empresas, por intermédio dos bancos portugueses, limita do ponto de vista financeiro o seu benefício. Existe uma contradição entre, por um lado, a vontade política europeia de utilizar o BEI como veículo prioritário de recuperação da actividade económica e, por outro lado, a realidade – onde a defesa do estatuto (nomeadamente em termos de notação de risco) do BEI impede uma maior eficácia deste veículo. A outro nível, dever-se-ia dinamizar o financiamento directo do BEI a projectos estruturais com impactos significativos e duradouros no crescimento (como por exemplo projectos ligados a infraestruturas portuárias e redes de transporte de mercadorias).
  - Deverão ser reforçados os **mecanismos de mitigação de risco**, como sejam as garantias do Estado ou de entidades supranacionais, de forma a minimizar os custos de financiamento, que actualmente constituem um factor de bloqueio à retoma económica.
  - A **dependência de ratings** (componente pró-cíclica) deveria ser reanalisada, pois constituiu um obstáculo significativo ao financiamento, agravando o ciclo recessivo.
  - Atentos os condicionalismos com que actualmente se confronta a actividade bancária, diversos investidores institucionais poderão vir a assumir um papel mais relevante no financiamento a longo prazo. Em resultado, o **reforço da regulação e da supervisão do sistema bancário paralelo** mostra-se essencial.
  - A histórica função contra cíclica de **seguradoras, empresas de resseguros e fundos de pensões** alterou-se de forma significativa nos últimos anos devido às alterações regulatórias e contabilísticas encetadas que resultaram num excessivo enfoque no curto prazo. Importa facilitar a utilização da liquidez excedentária deste tipo de investidores, por exemplo no financiamento estável das PME's, através da aquisição de carteiras de crédito ou securitizações aos bancos.
  - A criação de **mecanismos de investimento conjunto**, como fundos de investimento direccionados para o longo prazo, ao permitir a diversificação da base de investidores, poderá desempenhar uma função de complementaridade relevante no financiamento a longo prazo. Contudo, cumpre salientar a existência de potenciais entraves à criação de tais mecanismos, como: i) a falta de consenso político a longo prazo; ii) a instabilidade regulatória; iii) a falta de harmonização de regimes fiscais;

iv) a existência de mercados de capitais em diferentes estágios de desenvolvimento; e v) a existência de sistemas judiciais pouco eficientes.

- A criação de um **regime harmonizado de obrigações cobertas na UE** permitiria alavancar a sua utilização enquanto instrumento de financiamento a longo prazo. Tal regime deveria incluir aspectos como a elegibilidade de activos (qualidade creditícia e maturidade), monitorização e procedimentos a adoptar em caso de “*default*”.
- Deverá ser incentivada a reactivação do **mercado de titularização de créditos** na UE, através de uma melhor coordenação entre as várias disposições ao nível de Basileia III e Solvência II, bem como através do desenvolvimento de um mercado de titularização baseado em estruturas simples e activos de baixo risco (diminuindo a opacidade dos modelos “*originate-to-distribute*”).
- O desenvolvimento de **contas de poupança orientada** para activos específicos (como hospitais ou universidades) a nível da UE poderia ser fomentado, nomeadamente através da taxação diferenciada das aplicações, consoante o objecto ou os prazos de investimento.
- As **distorções fiscais entre diferentes tipos de financiamento** devem ser atenuadas: a possibilidade de dedução fiscal dos juros suportados no financiamento por dívida bancária cria um desincentivo ao financiamento através de capitais próprios. Esta distorção torna-se particularmente penalizadora no actual contexto, em que os bancos estão obrigados a um processo de desalavancagem e o custo do financiamento bancário se agravou significativamente.
- Para que os **incentivos fiscais** produzam os efeitos desejados sobre a poupança a prazo é necessário que os investidores confiem na manutenção do regime de incentivos durante o período previsto de duração do investimento. Alterações de taxas de tributação ou a eliminação/redução de isenções, sem a previsão de regimes transitórios (e até com aplicação retroactiva) traduzem-se em efeitos nefastos sobre a poupança a prazo. Importa também corrigir a actual situação de penalização fiscal das poupanças - em que quem poupa para consumir no futuro é penalizado fiscalmente - fomentando uma efectiva diferenciação do tratamento fiscal de poupanças de curto prazo e de longo prazo.
- Uma **maior coordenação fiscal na UE** permitiria reduzir a instabilidade fiscal associada aos ciclos políticos, aumentando a capacidade de mobilização de poupanças e a afectação de recursos a nível europeu.
- A aplicação do princípio de contabilização pelo **justo valor** pode ter efeitos negativos quando as premissas de mercado competitivo, líquido, transparente e eficiente são violadas. A actual desconfiança no justo valor e o foco no curto prazo decorrem do clima de incerteza instalado. Se este se reduzir, também as oscilações de preço de curto prazo tenderão a exercer uma menor influência nas decisões dos investidores e, por conseguinte, na estabilidade dos investimentos financeiros.
- A **medição da performance dos gestores** com base em métricas mais neutras pode contribuir para promover uma maior participação dos accionistas num horizonte de longo prazo. O menor enfoque no curto prazo por parte dos gestores passa também pelo alinhamento temporal dos incentivos dos accionistas e dos gestores - por exemplo através da medição do desempenho a longo-prazo, como preconizado em modelos de *governance* mais recentes.
- A maior **integração da informação financeira e não financeira** poderá ajudar a proporcionar uma visão mais clara do desempenho das empresas. Importa, contudo, equilibrar o benefício de proporcionar mais informação com o custo da respectiva produção, uma vez que a imposição de

mais regras em termos de reporte poderá, por exemplo, contribuir para desincentivar algumas empresas de se financiarem nos mercados de capitais. Soluções de compromisso como a revisão da periodicidade e a granularidade do reporte devem, nesse âmbito, ser consideradas.

- No que respeita ao **financiamento das PME**, importa salientar que:
  - As PME, de uma maneira geral, operam num contexto caracterizado por uma forte interdependência entre a “esfera empresarial” e a “esfera pessoal”, por uma organização administrativa e financeira pouco qualificada que privilegia a informalidade dos relacionamentos e por uma estrutura financeira frágil, com insuficiência de capitais próprios, o que gera uma excessiva dependência de capitais alheios, obtidos junto do sector bancário ou junto de fornecedores;
  - A recapitalização das PME é essencial. Nesse sentido, deverão ser equacionados incentivos fiscais apropriados, políticas de reestruturação e reconversão de passivos, nomeadamente convertendo dívida (por exemplo suprimentos, prestações acessórias ou suplementares) em capital próprio e a utilização de instrumentos híbridos (de quási-capital), como por exemplo capital preferencial e obrigações contingentes.
  - O conceito genérico de PME abrange um universo muito lato de realidades empresariais, distinguindo-se duas tipologias relevantes: (i) empresas com dimensão e grau de desenvolvimento suficiente para poderem aceder ao mercado de capitais, (ii) e o resto do universo, atomizado, para o qual a intermediação bancária é fundamental por razões de redução de assimetrias de informação, eficiência da avaliação e acompanhamento do crédito;
  - É importante que o mercado de capitais possa constituir-se como uma alternativa credível de financiamento para as PME que a ele conseguem recorrer. Nesse âmbito, importa rever, adequar e diminuir os requisitos de admissão que impendem sobre as PME;
  - A grande maioria das PME apresenta desvantagens competitivas significativas ao nível da disponibilização de informação, no risco intrínseco, na sofisticação financeira, na visibilidade externa. Donde, mecanismos que reduzam estas desvantagens (por exemplo entidades especializadas de suporte ou redimensionamento por agregação, como “ACEs para financiamento”) poderiam ser úteis para proporcionar maior capacidade de diversificação de fontes de financiamento. A utilização de serviços de notação de risco, de certificação legal de contas, de serviços de apoio no relacionamento entre as empresas e os mercados, bem como investimentos na recapitalização das empresas e na formação e qualificação dos seus recursos humanos permitiria atenuar significativamente as dificuldades de financiamento das PME;
  - À semelhança de outros Bancos Centrais, o BCE pode desempenhar um papel importante no financiamento das PME: i) facilitando a acesso dos bancos à facilidade permanente de cedência de liquidez, vindo a aceitar como colateral empréstimos cedidos a PME; e/ou ii) adquirindo directamente empréstimos concedidos a PME, concentrando as aquisições em áreas onde as dificuldades de financiamento são mais significativas. Estas medidas poderiam exigir uma redefinição política do mandato do BCE, com um maior equilíbrio entre os objectivos da estabilidade de preços e do crescimento da actividade económica e do emprego.

(Página intencionalmente deixada em branco)

## **II – Comentários Gerais ao Questionário**

É entendimento da Associação Portuguesa de Bancos que uma parte significativa da descontinuidade registada nas condições de financiamento a longo prazo, sobretudo em Portugal, decorreu da acumulação de desequilíbrios macroeconómicos estruturais, resultantes da confluência de diversos factores e de políticas económicas prosseguidas, não se podendo resumir essa alteração de regime de financiamento a uma situação recente de “crise financeira [que] 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”<sup>1</sup>.

Os inquéritos mais recentes sobre o mercado de crédito, elaborados pelo BCE e pelo Banco de Portugal, revelam que existe hoje uma tendência assinalável de queda na procura de crédito para investimento. Esta situação está relacionada com o clima de elevada aversão ao risco das empresas, o qual está associado à incerteza na gestão da crise da dívida da Zona Euro. Conforme refere o Livro Verde, 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*”<sup>2</sup>.

Nesse sentido, o enfoque atinente à melhoria das condições de financiamento a longo prazo da economia deve incidir sobre a mitigação do sentimento de desconfiança e concomitante alteração do clima de aversão ao risco, factores comuns e centrais aos diversos agentes do sistema financeiro e aos mecanismos e canais de financiamento da economia.

Um factor crítico para a implementação e o desenvolvimento de projectos de investimento a longo prazo passa por garantir menos despesa pública corrente, melhor despesa de investimento e aumento das receitas por via da reanimação da actividade económica e não por via do agravamento fiscal. A nível fiscal, importa criar um enquadramento que torne atractiva a relação custo-benefício do financiamento do investimento a longo prazo.

Importa adoptar um pacote singular de medidas de estímulo ao investimento e à recapitalização das empresas, ao crescimento económico e ao emprego, próprio de uma União que tem como pilares fundacionais a coesão, a convergência e a solidariedade. Progressos mais rápidos e visíveis nos processos de integração orçamental e financeira (neste caso, particularmente com a união bancária) são importantes para a recuperação da confiança e das intenções de investimento.

É também essencial criar um enquadramento regulatório mais adequado ao desenvolvimento da actividade bancária e da economia como um todo, que simultaneamente assegure a recuperação da confiança dos investidores mas que não se assuma espartilhado e sobre-regulado, com disposições legais e regulamentares com efeitos contraditórios e que constituem significativos entraves ao financiamento da economia. Neste domínio, a APB enfatiza a importância de serem efectuadas análises de impacto regulatório abrangentes, quer a priori, quer a posteriori.

<sup>1</sup> Livro Verde sobre o financiamento da economia europeia de longo prazo, p. 3.

<sup>2</sup> Idem

### **III – Respostas ao Questionário**

Apresentamos de seguida as nossas respostas ao questionário do Livro Verde, assinalando os elementos que entendemos serem merecedores de destaque.

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

Em termos genéricos sim. Seria, contudo, mais útil o enfoque em factores comuns à propensão ao investimento, como sejam o risco de crédito, de liquidez ou a noção de equilíbrio financeiro intertemporal, do que a opção adoptada que se centra na caracterização dos agentes envolvidos.

O Livro Verde, de forma simplista, salienta o “*papel estabilizador para a economia*<sup>3</sup>” do investimento em infraestruturas públicas, ignorando os riscos associados à realização de despesas num contexto desconexo da realidade económica e financeira das finanças públicas de um Estado Membro, situação que pode conduzir a uma inversão do papel de instrumento estabilizador anti-cíclico para desestabilizador pró-cíclico e de natureza persistente.

No que respeita à caracterização das famílias enquanto fonte de financiamento é referido que “*a estabilidade é preferida e a aversão ao risco é a norma*<sup>4</sup>”. Contudo, apesar da poupança das famílias - à semelhança do que sucede com a generalidade dos investidores - apresentar na actual conjuntura um padrão de forte aversão ao risco e, em consistência, a preferência por instrumentos de maior liquidez (efectiva ou percebida), a mesma tem de ser analisada de acordo com o binómio rentabilidade-risco, e não de acordo com base num pressuposto determinístico de aversão ao risco. Neste domínio, relativamente aos excedentes financeiros de longo prazo dos agregados familiares, os bancos continuarão a desempenhar um papel importante, usando da sua faculdade primária de intermediários financeiros, originando e comercializando produtos de risco com maturidades longas, mas com características que as famílias privilegiam, como sejam a transparência e a segurança (como sucede por exemplo com depósitos indexados com protecção de capital).

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

O financiamento a longo prazo é um conceito teórico, porque variável em função do contexto económico e financeiro vigente (e dos associados níveis de risco). Enquadramentos sujeitos a forte volatilidade na vertente institucional, política, económica ou financeira, tenderão a pressionar a redução do prazo subjacente ao conceito de financiamento a longo prazo. Pelo que, qualquer definição formal de financiamento de longo prazo, com recurso a uma qualquer maturidade, poderá pecar por defeito.

Parece-nos mais importante, e em coerência com os objectivos últimos de uma consulta desta natureza, contribuir para criar um enquadramento favorável ao financiamento regular, e em condições adequadas, à economia como um todo e aos diversos agentes económicos individualmente considerados.

<sup>3</sup> Livro Verde sobre o financiamento da economia europeia de longo prazo, p. 6.

<sup>4</sup> Livro Verde sobre o financiamento da economia europeia de longo prazo, p. 5.

O enfoque deveria alterar-se de financiamento de longo prazo para investimento de longo prazo, e assegurar condições de confiança nesse investimento. No limite, a certeza ou expectativa fundada de que o risco de alteração de condições de financiamento é relativamente reduzido contribui para reduzir a importância de assegurar instrumentos de financiamento de longo prazo.

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

Na Europa, os bancos têm historicamente sido a principal fonte de financiamento do investimento, com os mercados de capitais a apresentarem um papel secundário. Contudo, devido à desalavancagem imposta, aos requisitos de capital e de liquidez cada vez mais exigentes, ao aumento do custo do financiamento bancário e à deterioração da situação económico-financeira das empresas, os bancos têm-se deparado com crescentes limitações no que respeita à possibilidade de concessão de crédito - crucial para a existência de um sistema financeiro robusto e para o desenvolvimento da economia.

Uma das consequências do agravamento das restrições regulatórias à actividade da banca mencionadas no texto traduz-se na redução do financiamento de longo prazo, sobretudo às PME - empresas em que poucos investidores institucionais, por determinantes de eficiência, investem.

As competências dos bancos na avaliação do risco, o seu conhecimento local e a relação que mantêm com as empresas são decisivas no processo de intermediação financeira em termos genéricos e assumem especial relevância no financiamento de longo prazo.

Os bancos continuarão a desempenhar um papel crucial no que respeita ao financiamento do investimento de longo prazo, quer directamente, quer desempenhando a função de “facilitador”, considerando as indiscutíveis vantagens competitivas do sector bancário ao nível da gestão da informação, da experiência na criação de produtos, na monitorização de empréstimos e investimentos, e na gestão de riscos. Estas funções assumirão particular importância no segmento das PME em que o relacionamento bancário (associado à capilaridade das redes bancárias), ao permitir reduzir a assimetria informacional existente, adquire um papel fundamental na avaliação do seu risco creditício.

Os bancos manterão, igualmente, importantes funções de âmbito mais corrente associadas ao serviço de dívida dos projectos de investimento de longo prazo e outras necessidades de natureza mais transaccional (por exemplo no que respeita aos meios de pagamento).

Com as imposições regulamentares, dever-se-á evoluir para uma maior separação das funções financeiras e respectiva especialização das instituições. Deverão desenvolver-se instituições especializadas no financiamento ao investimento, com estratégias de captação de recursos que abranjam vários mercados e, possivelmente, com uma base de capital público-privada (“*multilateral development banks*”).

### **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 objectivos 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?**

Os bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais devem constituir instrumentos privilegiados de intervenção no âmbito de políticas económicas de carácter anti-cíclico, desempenhando um papel de intervenção directa – via canalização de financiamento – ou indirecta, através da selecção de projectos e avaliação dos riscos a eles associados.

Ao constituírem-se como instrumentos orientados para prestação de “bem/serviço público”, ao colmatarem falhas de mercado em contextos recessivos, os bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais devem estar dotados de ferramentas de análise e de intervenção que obedeçam a critérios que não dependam excessivamente de parâmetros de mercado. Nesse sentido, a dependência de ratings (componente pró-cíclica) deveria ser reanalisada, pois constituiu um obstáculo significativo ao financiamento, agravando o ciclo recessivo. Por outro lado, há que assegurar mecanismos de *governance* adequados, por forma a dissociar estes instrumentos de objectivos políticos de curto prazo.

No âmbito de quadros de política pública, deverão ser reforçados os mecanismos de mitigação de risco, como sejam as garantias do Estado ou de entidades supranacionais, de forma a minimizar os custos de financiamento, que actualmente constituem um factor de bloqueio à retoma económica.

Os bancos de desenvolvimento nacionais e multilaterais devem actuar, não como concorrentes, mas como instrumentos complementares dos bancos comerciais. Embora estas instituições possam financiar directamente investimentos de grande dimensão, de natureza pública ou privada em sectores em que se conclua que existem falhas de mercado, a disponibilização de linhas de crédito deverá ser efectuada maioritariamente através da banca comercial, mediante celebração de parcerias. Desse modo, consegue-se simultaneamente conciliar as vantagens de concentração de capitais dispersos por diversos instrumentos financeiros na esfera do Estado e de recurso directo a empréstimos externos junto de instituições como o Banco Europeu de Investimento (BEI) com a capilaridade da rede comercial dos bancos.

Importa também dinamizar o papel do BEI no financiamento à economia. A necessidade de sobrecolateralização dos empréstimos concedidos pelo BEI às empresas, por intermédio dos bancos portugueses, limita do ponto de vista financeiro o seu benefício. Existe uma contradição entre, por um lado, a vontade política europeia de utilizar o BEI como veículo prioritário de recuperação da actividade económica e, por outro lado, a realidade dos factos – onde a defesa do estatuto (nomeadamente em termos de notação de risco) do BEI impede uma maior eficácia deste veículo. A outro nível, dever-se-ia dinamizar o financiamento directo do BEI a projectos estruturais com impactos duradouros e significativos no crescimento (como por exemplo projectos ligados a infraestruturas portuárias e redes de transporte de mercadorias).

**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?**

Entendemos que a questão principal não se coloca ao nível dos investidores institucionais mas sim nos factores subjacentes à propensão para a realização de investimentos, nomeadamente, ao nível da mitigação do risco de longo prazo. Essa mitigação envolve, nomeadamente, o risco de financiamento, a estabilidade política, económica e institucional e o enquadramento fiscal. Sem essa mitigação, os prémios de risco

permanecerão em níveis elevados, inviabilizando as possibilidades de investimento, inicial ou subsequente, em inúmeros projectos de investimento.

Dados os condicionalismos com que actualmente se confronta a actividade bancária, investidores institucionais - como *venture capital firms*, *private equity*, *business angels* – mais propensos a deter em balanço activos menos líquidos, mas exigindo perspectivas de remuneração adequadas, poderão vir a assumir um papel mais relevante no financiamento a longo prazo. Em resultado, o reforço da regulação e da supervisão do sistema bancário paralelo mostra-se essencial.

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

A histórica função contra cíclica destes investidores alterou-se de forma significativa nos últimos anos devido às alterações regulatórias e contabilísticas encetadas que resultaram num excessivo enfoque no curto prazo. Em resultado, as estratégias de investimento destes investidores tornaram-se pro-cíclicas, comprometendo a tácita “função de estabilização de preços” no curto prazo e limitando a capacidade de financiamento de investimentos a longo prazo.

É desejável existir uma melhor adequação entre as regras prudenciais aplicáveis às seguradoras, empresas de resseguros e fundos de pensões e o horizonte de longo prazo associado ao perfil destes investidores.

Importa facilitar a utilização da liquidez excedentária deste tipo de investidores, por exemplo no financiamento estável das PME's, através da aquisição de carteiras de crédito ou securitizações aos bancos. Esta possibilidade encontra-se restringida por imposição regulamentar, criando também neste tipo de investidores penalizações na exposição a este tipo de riscos e a exposições mais longas, por oposição à menor penalização a exposições mais curtas.

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

Independentemente da forma assumida, tenderão a existir vários entraves à criação de mecanismos de investimento conjunto a nível europeu que importa mitigar. Entre outros cumpre salientar i) a falta de consenso político a longo prazo; ii) a instabilidade regulatória; iii) a falta de harmonização de regimes fiscais; iv) a existência de mercados de capitais em diferentes estágios de desenvolvimento; e v) a existência de sistemas judiciais pouco eficientes.

Ao nível da União Europeia já existem, no entanto, e em sentido lato, vários mecanismos e instrumentos de investimento conjunto, como sucede por exemplo no âmbito dos QCA ou das instituições multilaterais.

A criação de mecanismos de investimento conjunto específicos (como fundos de investimento direccionados para o longo prazo), ao permitir a diversificação da base de investidores, poderá também desempenhar uma função de complementaridade relevante no financiamento a longo prazo.

**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?**

A estabilidade do enquadramento político, económico, institucional e fiscal é essencial para a canalização do financiamento a longo prazo. Esta estabilidade permite que as condições de financiamento sejam mais uniformes, contribuindo, no plano temporal, para uma maior proximidade das taxas de juro ao longo da curva de rendimentos, e no plano geográfico, para a redução da fragmentação de mercados.

A inexistência de um enquadramento estável traduz-se no aumento dos prémios de risco, já de si significativos em contextos de recessão e de elevada volatilidade ao nível dos mercados financeiros. A existência de instrumentos que, evitando uma dependência da volatilidade a curto prazo, possam contribuir para a mitigação do clima/percepção de risco - como por exemplo os mecanismos de garantia mútua, subsidiação/partilha de risco (multilaterais) - pode assumir uma importância determinante ao nível da oferta de financiamento.

No âmbito das alterações regulatórias, dever-se-iam considerar ajustamentos nas ponderações do consumo de capital, aumentando a capacidade dos bancos para concederem empréstimos a longo prazo. Importa, contudo, salientar que tal previsão iria assumir um carácter contraditório, considerando as medidas de regulação da actividade do sector bancário que têm vindo a ser adoptadas e que promovem o financiamento de curto prazo e de baixo risco.

Para que os bancos possam conceder empréstimos com prazos mais longos dever-se-iam também considerar incentivos do lado da liquidez, nomeadamente no que respeita à obtenção de financiamento junto do BCE (através de ajustamento dos *haircuts* em conformidade). No limite, estas medidas teriam de ter associado um mecanismo de mitigação de risco (garantias supranacionais) para serem elegíveis no âmbito dos critérios aceites pela autoridade monetária.

Definitivamente, o aumento da tributação sobre o mercado de capitais, como se pretende efectuar com o imposto sobre transacções financeiras, constitui um obstáculo aos objectivos pretendidos no Livro Verde, devendo a sua utilidade e implementação ser reconsideradas, designadamente quando potencialmente isolado de opções tomadas noutros grandes centros financeiros mundiais.

Do lado da procura de financiamento, também deverão existir factores de mitigação do risco de crédito (qualidade e composição da estrutura de financiamento, capacidade de gestão, reputação, reporte de informação) de forma a potenciar o financiamento do investimento.

**10) Existe algum impacto cumulativo das reformas prudenciais atuais e previstas sobre o nível e o carácter 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?**

A crise iniciada em 2007, inicialmente financeira, posteriormente também económica, teve um impacto significativo sobre as fundações do sistema financeiro, quer em termos globais, quer nacionais, provocando uma alteração profunda na percepção da actividade bancária pelos diversos *stakeholders*. A crise acabou por funcionar como um catalisador para a reforma do sistema de regulação do sistema financeiro, que muitos já vinham reclamando.

Apesar de uma parte significativa das reformas de âmbito regulatório terem como objectivo uma maior solidez do sistema financeiro - designadamente através da adopção de critérios mais restritivos - o seu

impacto relevou-se prejudicial ao desenvolvimento regular da actividade bancária e, concomitantemente, para o financiamento da economia, constituindo um factor multiplicativo da austeridade e agravando significativamente o contexto já recessivo da economia nacional.

Os acrescidos requisitos de capital, de liquidez e de desalavancagem significam que - ao contrário de processos de retoma económica anteriores - a função financeira apresentar-se-á menos dinâmica, limitando o ritmo potencial da retoma económica.

Como efeitos persistentes, de um modo geral, o novo enquadramento regulatório, com maior exigência ao nível de capitais próprios (dos bancos e, indirectamente, das entidades financiadas) incrementa o custo das actividades económicas de uma forma genérica, ao mesmo tempo que os requisitos acrescidos de liquidez - aproximando os prazos de empréstimos obtidos dos prazos de financiamentos concedidos (o que representa uma alteração profunda na função de transformação de maturidades desempenhada pelos bancos) - também contribuem para agravar o custo de financiamento de longo prazo.

O impacto cumulativo das reformas ao nível de Basileia III e de Solvência II é já hoje notório, com os sectores bancário e segurador a procederem a uma redução significativa da exposição a activos com elevado binómio rendibilidade/risco (como, por exemplo, acções e obrigações de empresas), contribuindo essa pressão vendedora para agravar o, já de si, desfavorável desempenho dos mercados accionistas e obrigacionistas.

Não se disputa que a maior correspondência entre custo de financiamento por composição de estrutura de financiamento e por prazo não possa apresentar algumas vantagens (nomeadamente como factor de selecção de projectos) mas tal significa que a economia como um todo ter-se-á de habituar a níveis de exigência maiores ao nível da remuneração dos capitais investidos e da imobilização do capital, em resultado da diminuição do papel de intermediação dos bancos imposta pelas reformas prudenciais.

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

O Livro Verde apresenta um conceito de investimento de longo prazo pouco claro, ao referir-se à “constituição de capital duradouro, abrangendo activos corpóreos (..) e incorpóreos que impulsionam a inovação e a competitividade”<sup>5</sup>. Em resultado várias questões se colocam: que tipo de projectos de investimento pretende abranger? Projectos ao nível da área da saúde, projectos tecnológicos, financiamento de *start-ups*, empresas exportadoras, projectos sociais ou projectos de grande dimensão como a construção de estradas?

Embora o financiamento não bancário não constitua uma solução alternativa à tradicional concessão de crédito pela banca, o desenvolvimento devidamente regulado dos mercados accionistas, obrigacionistas e de titularização deve fazer parte de uma solução integrada visando melhorar o financiamento dos investimentos a longo prazo.

O mercado obrigacionista, a título de exemplo, apresenta um potencial assinalável enquanto fonte do financiamento a longo prazo. Contudo, é crucial alargar a base de investidores, nomeadamente simplificando as exigências (ex.: Prospecto de Oferta Pública) à comercialização junto dos investidores de retalho.

<sup>5</sup> Livro Verde sobre o financiamento da economia europeia de longo prazo, p. 2.

De forma semelhante, menores requisitos legais e menores custos de colocação poderiam facilitar o acesso das empresas aos mercados accionistas, através de ofertas públicas de subscrição ou oferta públicas de venda.

Para que exista confiança dos investidores nos mercados de capitais é, contudo, indispensável assegurar a transparência e a liquidez dos mesmos.

**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 protecção adequada dos investidores e dos consumidores?**

O Livro Verde não identifica muitos dos factores que efectivamente contribuem para o agravamento do défice de capitais próprios na Europa, nomeadamente: i) a mentalidade dos investidores europeus; ii) o envelhecimento populacional; iii) a migração para regimes de fundos de pensões de contribuição definida; e iv) o mau desempenho dos mercados accionistas nos últimos anos.

No que respeita à intermediação financeira existem já na União Europeia inúmeros instrumentos de recolha de capitais, desde os clássicos OICVM aos fundos de capital de risco. O problema tende a residir não na falta de instrumentos mas sim na multiplicidade de disposições legais e regulamentares (muitas delas não-coordenadas) que se traduzem em custos expressivos para os diversos agentes de mercado.

Em qualquer mercado financeiro, a procura e a oferta movem-se pelo binómio rendibilidade/risco. Se não existirem mecanismos de mitigação de risco, numa situação macroeconómica adversa, incorre-se no problema de inviabilidade dos projectos e risco de espirais depressivas. A transparência dos mercados de capitais, aliás, tornará a valia da função de intermediação dos bancos mais evidente, na medida em que os mercados exercerão seu efeito disciplinador sobre os níveis de remuneração exigidos em função do risco dos investimentos, elemento que era parcialmente velado pela diversificação de financiamento, de investimento e de risco, efectuada pelo sector bancário.

Por conseguinte, um maior dinamismo dos mercados de capitais poderá implicar uma alteração no quadro da aceitação/propensão ao risco por parte dos investidores, aumentando os níveis de remuneração exigidos e a orientação para negócios de menor risco ou, em alternativa, exigindo o desenvolvimento de mecanismos públicos de mitigação do risco.

De forma genérica, como mecanismos supletivos e de acção localizada, poderão equacionar-se incentivos financeiros/fiscais ao investimento em acções e obrigações de empresas de forma a estimular a mobilização de poupanças de longo prazo pelas famílias. Poderá existir uma reorientação na forma de afectação de fundos estruturais que inclua co-financiamento via mercado de capitais complementada com a criação de mecanismos de incentivo ao alargamento da base de utilizadores do mercado de capitais, contemplando, por exemplo, a redução de custos de admissão e de transacção em bolsa ou até incentivos fiscais à admissão e/ou negociação em bolsa.

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

As obrigações cobertas constituem um instrumento importante de financiamento bancário, pelo associado conjunto de mecanismos de mitigação de risco, obrigações de reporte e correspondente redução de custos de financiamento.

Sem prejuízo do quadro legal do mercado de obrigações hipotecárias português se assumir apropriado, a APB gostaria de salientar a importância da criação de um regime harmonizado de obrigações cobertas a nível da União Europeia, de forma a aumentar a utilização destas, enquanto instrumento de financiamento a longo prazo

Tal regime deveria incluir aspectos como a elegibilidade de activos (qualidade creditícia [especialmente ao nível do rácio “loan-to-value”] e maturidade), monitorização e procedimentos a adoptar em caso de “default”. A APB apoia os trabalhos que venham a ser desenvolvidos pelo European Covered Bond Council neste sentido.

**14) De que modo poderá o mercado de titularizações na UE ser reactivado 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?**

A titularização de créditos é um instrumento de financiamento relevante para os bancos, suportando a alocação de crédito à economia e assumindo uma importância crucial para o sistema financeiro europeu (apesar da sua menor importância relativa face ao verificado noutras economias, como é o caso dos EUA).

Sem prejuízo das suas inúmeras vantagens ao nível da transferência de risco, do cumprimento das regras prudenciais em termos de rácios de capital, da gestão do risco de liquidez e da gestão das estruturas temporais de activos e passivos, as operações de titularização de créditos, após o início da crise financeira internacional, registaram um decréscimo significativo.

Medidas legislativas - como Solvência II - extremamente penalizadoras para a titularização de créditos, especialmente no que respeita a créditos de longo prazo - contribuem para o agravamento da já difícil situação do mercado de titularização de créditos.

Uma melhor coordenação entre as várias disposições ao nível de Basileia III e Solvência II, bem como o desenvolvimento de um mercado de titularização baseado em estruturas simples e activos de baixo risco, (diminuindo a opacidade dos modelos “originate-to-distribute”) são factores a considerar na reactivação do mercado de titularizações na UE.

**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?**

A promoção do fomento de contas de poupança, apresenta inúmeras vantagens destacando-se: i) o aumento da sustentabilidade dos regimes de pensões; ii) a redução do défice de transacções correntes; iii) o aumento da resiliência da situação financeira dos agregados familiares e da economia como um todo; e iv) a capacidade de canalização para o investimento.

A criação de contas de poupança orientadas para investimentos específicos (como hospitais ou universidades) contribui para uma melhor identificação dos investidores com o resultado do seu financiamento mas apresenta a desvantagem de diminuir os ganhos de diversificação que adviriam do investimento, em alternativa, em vários activos não perfeitamente correlacionados.

Num cenário como o actual em que - dada a preocupação crescente das famílias com o actual e futuro contexto económico - se tem registado um contexto de subida da taxa de poupança seria interessante canalizar parte desses fundos para a poupança de longo prazo, diminuindo o desfasamento de maturidades dos activos e passivos bancários. Considerando a racionalidade económica dos investidores, a imobilização das poupanças por períodos de tempo significativos poderia ser fomentada através da taxação diferenciada das aplicações, consoante o objecto ou os prazos de imobilização do investimento.

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

A escolha das fontes de financiamento é um tema já amplamente analisado na literatura financeira, quer na vertente do *“tradeoff model”*, quer na vertente do *“pecking order model”*. Quaisquer reformas visando reduzir as distorções entre o financiamento através de dívida ou de capitais próprios deverão, assim, actuar não só ao nível dos benefícios fiscais das fontes de financiamento, mas também ao nível de muitos outros factores, nomeadamente assimetrias de informação e risco moral.

A variável com mais impacto e de mais fácil controlo é, naturalmente, a fiscalidade. Devido à dedução fiscal dos juros suportados, a generalidade dos sistemas fiscais nos países da UE confere um subsídio implícito considerável ao financiamento através de dívida. Essa distorção é particularmente expressiva no caso Português, com o diferencial da taxa marginal efectiva de imposto entre dívida e capitais próprios a ascender a 42 pontos percentuais em 2011<sup>6</sup>.

Projectos de investimento, que sem existência do *“tax shield”* da dívida, não seriam economicamente viáveis, acabam por ser implementados. Tal gera distorções no que respeita à alocação eficiente de recursos.

A possibilidade de dedução fiscal dos juros suportados no financiamento por dívida cria um desincentivo ao financiamento com recurso ao mercado de equity. Esta distorção torna-se particularmente penalizadora no actual contexto, em que os bancos estão obrigados a um processo de desalavancagem e o crédito bancário se apresenta menos disponível.

Existem já em fase de implementação, a nível global, vários mecanismos para evitar ou atenuar as distorções (em impostos sobre o rendimento das sociedades) entre financiamento por capitais alheios e financiamento por capitais próprios, sendo de salientar:

- i) a criação de uma “allowance for corporate equity”, que permite à sociedade deduzir um montante calculado em função dos seus capitais próprios para efeitos de apuramento do seu lucro tributável, desta forma equiparando (na medida da dedução) o enquadramento da remuneração dos capitais próprios ao da remuneração dos capitais alheios. A possibilidade de dedução fiscal dos custos de financiamento associados à emissão de capital próprio contribuiria para rácios de endividamento

<sup>6</sup> in Serena Fatica, Thomas Hemmelgarn & Gaetan Nicodeme, 2012. "The Debt-Equity Bias: Consequences and Solutions," Taxation Papers 33, Directorate General Taxation and Customs Union, European Commission.

das empresas menos elevados e deixaria as empresas menos vulneráveis a períodos de redução da oferta de crédito. A adopção deste tipo de incentivo poderia, por exemplo, encorajar as empresas a pagar dividendos (em vez da recompra de acções) revertendo a tendência de queda das *dividend yields* e atraindo investidores em escalões etários mais elevados e/ou que procuram rendimentos periódicos estáveis;

- ii) a “comprehensive income business tax”, em que a tributação incide sobre lucros líquidos de juros pagos, desta forma eliminando o efeito do encargo com a remuneração dos capitais alheios ao nível do lucro tributável; e
- iii) a limitação da dedutibilidade dos custos de financiamento por capitais alheios, mediante o estabelecimento de limites quantitativos e ou percentuais, desta forma eliminando (na medida do limite) o efeito do encargo com a remuneração dos capitais alheios ao nível do lucro tributável.

A todos os mecanismos são apontadas vantagens e desvantagens e os efeitos da respectiva implementação, quando concretizada, não são lineares nem facilmente mensuráveis, sobretudo porque há que considerar, simultaneamente, os efeitos quer ao nível da tributação da empresa, quer ao nível da tributação pessoal dos investidores.

Também a tributação do financiamento propriamente dito produz efeitos que não podem ser ignorados. Em Portugal, por exemplo, o legislador recentemente optou pela alternativa (iii), em parte para atenuar a distorção entre financiamento por capitais alheios e financiamento por capitais próprios, sujeitando o financiamento por capitais alheios a Imposto do Selo (a taxas que podem atingir 0,6%).

Outros modelos alternativos poderão ser equacionados, nomeadamente a criação de incentivos para o reinvestimento de lucros (por exemplo ao nível dos dividendos), incentivos específicos para financiamentos de risco a longo prazo, incentivos específicos a negócios inovadores e incentivos à exportação. Contudo, todos estes modelos apresentam associados elementos de distorção ao nível das estruturas de financiamento que importa acautelar.

Em termos nacionais, é expectável que a esperada reforma do IRC se traduza numa redução das distorções entre o financiamento através de dívida e de 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?**

Incentivos fiscais - como isenções totais ou parciais e reduções de taxas de imposto sobre o rendimento – são relevantes para a captação de poupança a longo prazo. No entanto, e ignorando neste âmbito os efeitos negativos de complexificação e redução da transparência do sistema fiscal (que, não obstante, são relevantes), os incentivos apenas produzirão os efeitos desejados se os investidores sentirem que podem confiar na manutenção do regime de incentivos durante o período previsto de duração do investimento. E a este nível a experiência em Portugal não é positiva, atentas as alterações frequentes nas taxas de imposto (por regra no sentido do aumento) e a eliminação ou redução de isenções totais ou parciais, muitas vezes sem a salvaguarda de situações passadas (atente-se a existência de inúmeras alterações implementadas sem a previsão de um regime transitório e até com aplicação retroactiva).

Na óptica de canalização de financiamento a longo prazo, será essencial reduzir a actual situação de penalização fiscal das poupanças - em que quem poupa para consumir no futuro é penalizado fiscalmente, sendo os rendimentos de capitais associados a essas poupanças (nas suas diferentes formas) taxados. Seria relevante a implementação de reformas visando uma efectiva e garantida (sem possibilidade de retroactividade) diferenciação do tratamento fiscal de poupanças de curto prazo e de 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 actividades?**

Foi já experimentada em vários países a solução de concessão de deduções no apuramento do lucro tributável por lucros retidos e reinvestidos, frequentemente com imposição de restrições ao nível dos activos elegíveis para reinvestimento.

No que respeita à mitigação dos riscos de arbitragem, um elemento importante consiste na unificação e simplificação de procedimentos associados à concessão de incentivos, equiparando as condições de contexto das várias empresas abrangidas.

A posteriori, mecanismos adequados de supervisão e sancionamento deverão ser adoptados de forma a reduzir situações de arbitragem e “abuso” de optimização fiscal.

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

Sim. Independentemente da questão de saber se a União Europeia tem competências neste âmbito para além das que já exerceu em matéria de tributação directa, a criação de regimes harmonizados ou, pelo menos, coordenados, certamente facilitaria o financiamento transfronteiriço, já que uma das maiores dificuldades a este nível resulta da diversidade de sistemas fiscais e da diversidade de soluções com que os investidores transfronteiriços se defrontam.

Uma maior coordenação fiscal na UE permitiria também reduzir a instabilidade fiscal associada aos ciclos políticos, aumentando a capacidade de mobilização de poupanças e a afectação de recursos a nível europeu.

**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?**

Existe ampla evidência empírica que demonstra que o comportamento dos investidores é maioritariamente orientado por fundamentos económicos (como a taxa de rentabilidade dos capitais investidos e a taxa esperada de crescimento dos *cash-flows*) e não por princípios contabilísticos.

Contudo, a informação financeira desempenha, ainda, um papel importante na tomada de decisões de investimento para determinados segmentos de investidores. Quando a utilização da valorização ao justo valor introduz volatilidade acrescida, que não reflecte de forma adequada os riscos económicos ou não fornece informação adicional, a confiança dos investidores na informação contabilística reduz-se.

O principal problema não reside, contudo, no justo valor e na sua correspondência com oscilações de curto prazo, mas na incerteza e volatilidade do quadro económico envolvente. O justo valor, entendendo-se como o valor que resulta de um mercado competitivo e transparente, corresponde à melhor informação possível. O problema surge quando as premissas de mercado competitivo, líquido, transparente e eficiente são violadas.

Atente-se o facto de, actualmente: i) existir um elevado grau de subjectividade na utilização do método do justo valor relativamente a muitos instrumentos financeiros nacionais para os quais não existe um mercado activo; e ii) uma parte substancial da negociação nos mercados de capitais ser realizada autonomamente face aos fundamentos económicos das empresas, explorando padrões de negociação, independentemente das perspectivas de valorização ou desvalorização dos títulos. Dados recentes indicam, por exemplo, que a negociação com base em algoritmos e de alta frequência está a ganhar uma importância crescente nos mercados financeiros, sendo já responsável por mais de 60% da negociação efectuada nos mercados accionistas norte-americanos e por 30 a 50% nos mercados accionistas europeus.

A desconfiança com o justo valor e o foco no curto prazo decorrem do clima de desconfiança instalado. Se este se reduzir, também as oscilações de preço de curto prazo tenderão a exercer uma menor influência nas decisões dos investidores e, por conseguinte, na estabilidade dos investimentos financeiros.

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

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

Alguns dos indicadores utilizados para medir a *performance* dos gestores – em particular objectivos em termos de resultados por acção (RPA) – criam incentivos perversos à utilização dos capitais próprios como fontes de financiamento. Os gestores podem aumentar os RPA imediatamente através da recompra de acções, sem que tenha existido qualquer alteração nos fundamentos da empresa. Também podem aumentar os RPA e a rentabilidade dos capitais próprios simplesmente alterando a sua estrutura de financiamento.

A medição da *performance* com base em métricas mais neutras - como o ROIC ou ROA - que fornecem informação sobre a capacidade dos activos das empresas de gerarem resultados, pode contribuir para promover uma maior participação dos accionistas num horizonte de longo prazo.

O menor enfoque no curto prazo por parte dos gestores de empresas passa também pelo alinhamento temporal dos incentivos dos accionistas e dos gestores - por exemplo através da medição do desempenho a longo-prazo, como aliás preconizado em modelos de *governance* mais recentes.

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

A nível europeu, quer por via de imposições dos reguladores, quer por própria auto-regulação, foram adoptadas nos últimos anos um conjunto extenso de medidas, tanto ao nível dos emitentes como ao nível da gestão de activos (Directivas UCITS e AIFM), que acentuam a responsabilidade fiduciária do órgão de

administração, alargam o princípio da independência e objectividade dos administradores e promovem a integridade da informação financeira e a análise de transacções com partes relacionadas.

Sem prejuízo da possibilidade de melhoria contínua das disposições aplicáveis é entendimento dos Associados que não se assume premente a redefinição do conceito de “obrigação fiduciária” especificamente no contexto do financiamento a longo prazo.

**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?**

A informação é um elemento central na mitigação da aversão ao risco. Confiança na informação transmitida e facilidade na respectiva apreensão são essenciais para o alargamento da base de investidores.

A maior integração da informação financeira e não financeira poderá ajudar a proporcionar uma visão mais clara do desempenho de uma empresa.

Importa, contudo, equilibrar o benefício de proporcionar mais informação com o custo da respectiva produção, uma vez que a imposição de mais regras em termos de reporte poderá, por exemplo, contribuir para desincentivar algumas empresas de se financiarem nos mercados de capitais. Soluções de compromisso como a revisão da periodicidade e a granularidade do reporte devem ser consideradas.

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

Não necessariamente.

O Livro Verde refere que “*os parâmetros de referência e as notações de risco podem também estar centrados numa perspectiva anual ou de curto prazo*”, ou seja fazendo corresponder implicitamente o curto prazo a um prazo que não exceda um ano e o longo prazo a um prazo superior àquele, o que nos parece uma opção questionável, nomeadamente face às restantes referências ao conceito de “longo prazo” presentes no Livro Verde.

Embora os nossos Associados entendam os motivos subjacentes à mitigação duma excessiva orientação para o curto prazo (nomeadamente face à natureza pró-cíclica de alguns indicadores como as notações de risco) no que respeita à necessidade de desenvolvimento de padrões de referência específicos para o longo prazo importa ter presente, que i) existe já uma multiplicidade de parâmetros de referência - indicadores económico-financeiros, índices, notações de risco - com foco no curto, médio ou longo-prazo; e que ii) os estudos empíricos demonstram que, na generalidade das séries, existe um processo de memória longa ou dependência de longo prazo entre os padrões de referência (lato sensu) de curto e de longo prazo.

**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?**

As PME, de uma maneira geral, operam num contexto caracterizado por uma forte interdependência entre a “esfera empresarial” e a “esfera pessoal”, por uma organização administrativa e financeira que privilegia a informalidade dos relacionamentos e por uma estrutura financeira frágil, com insuficiência de capitais próprios, o que gera uma excessiva dependência de capitais alheios, obtidos junto do sector bancário ou junto de fornecedores.

A recapitalização das PME é essencial. Nesse sentido, deverão ser equacionados incentivos fiscais apropriados, políticas de reestruturação e reconversão de passivos, nomeadamente convertendo dívida (por exemplo suprimentos, prestações acessórias ou suplementares) em capital próprio e a utilização de instrumentos híbridos (de quási-capital), como por exemplo capital preferencial e obrigações contingentes.

Existem já diversas fontes de financiamento alternativas, contudo caracterizadas por uma falta de dinamismo relacionada com o binómio rentabilidade/risco – demasiado risco para quem empresta, elevada remuneração exigida para o devedor – e questões de propriedade e gestão partilhada.

As dificuldades das PME, e em particular das Micro e Pequenas Empresas (MPE), no acesso ao financiamento bancário resultam essencialmente das suas próprias fragilidades financeiras (insuficiência de capitais próprios, fracas expectativas de evolução favorável dos *cash flows*) e da informação prestada – muitas vezes pouco representativa da sua realidade. A este respeito importa ter presente que é frequentemente questionada a relação entre a informação contabilística e a *performance* económico-financeira posteriormente constatada, dada a liberdade de "construção" da informação contabilística – raramente auditada ou certificada – que visa predominantemente a minimização da carga fiscal suportada.

A grande maioria das PME apresenta desvantagens competitivas significativas ao nível da disponibilização de informação, no risco intrínseco, na sofisticação financeira, na visibilidade externa. Donde, mecanismos que reduzam estas desvantagens (por exemplo entidades especializadas de suporte ou redimensionamento por agregação, como “ACEs para financiamento”) poderiam ser úteis para proporcionar maior capacidade de diversificação de fontes de financiamento, embora carecendo de modelos de *governance* robustos.

Face à atomização do mercado e aos custos significativos de informação (por parte do credor e do devedor), os serviços de notação de risco, a certificação legal de contas, os serviços de apoio no relacionamento entre as empresas e os mercados e a qualificação dos quadros das PME poderiam também revelar-se úteis. Porém, o custo económico de tais serviços poderá constituir um desincentivo à sua utilização pelas PME.

O conceito genérico de PME abrange um universo muito lato de realidades empresariais, distinguindo-se duas tipologias relevantes: (i) empresas com dimensão e grau de desenvolvimento suficiente para poderem aceder ao mercado de capitais, (ii) e o resto do universo, atomizado, para o qual a intermediação bancária

é fundamental por razões de redução de assimetrias de informação, eficiência da avaliação e acompanhamento do crédito.

O acesso das primeiras ao mercado de capitais requer maior transparência sobre a sua situação económico-financeira e maior regularidade na prestação dessa informação. No domínio específico das participações de capital, outro aspecto relevante prende-se com a parcela de capital das empresas em *free-float* e com a aversão à perda do controlo societário por parte dos detentores originais das empresas. Neste âmbito, poderia equacionar-se o recurso a instrumentos híbridos (e.g., participações silenciosas alemãs) no financiamento das empresas.

É importante que o mercado de capitais possa constituir-se como uma alternativa credível de financiamento para as PME que a ele conseguem recorrer. A nível internacional existem vários exemplos de medidas que importa considerar – como o JOBS (The Jumpstart Our Business Startups) Act americano que visa promover o financiamento da economia e das empresas, por via do mercado de capitais, através da revisão, adequação e diminuição da carga regulatória que impende sobre as empresas.

Existem várias soluções possíveis, nomeadamente:

- i) a promoção de “mini IPOS”, com menores requisitos legais e menores custos de colocação;
- ii) a criação de uma Bolsa autónoma para PME (conforme proposta do Relatório Rameix/Giami que teve como principal objectivo identificar as razões da perda de confiança das PME francesas na bolsa) ou a promoção de plataformas específicas (como por exemplo o Alternext);
- iii) a legalização de plataformas de “crowdfunding” (“lending-crowdfunding” e “equity-crowdfunding”);
- iv) a criação de um regime favorável à titularização de créditos das PME (tendo presente as limitações existentes no que respeita à heterogeneidade dos créditos das PME e à sua falta de liquidez).

A titularização de créditos a PME corresponde a um mecanismo já testado no mercado com relativo sucesso, que permite não apenas a gestão de liquidez, mas também a gestão de Balanço e da base de capital dos bancos (maior transmissão da liquidez às empresas e extracção do risco dos balanços dos bancos). Requer instrumentos e informação simples e padronizada sobre os activos subjacentes, e estatísticas sobre o universo subjacente que auxiliem a avaliar a qualidade relativa dos diferentes veículos. Preocupações com liquidez poderão conduzir a agrupamento de activos de diferentes originadores, situação que importaria prever, mas que representa alguma complexidade na sua concepção, partilha de risco e incentivos. A este respeito poderia ser interessante, por exemplo, o desenvolvimento de uma versão do *Prime Collateralised Securities Securitization Labelling Project*, especificamente direccionada para as PME.

Na actual conjuntura, caracterizada por uma menor procura por este tipo de activos, relacionada com uma aversão ao risco elevada, faria sentido que as operações de titularização de crédito de PME beneficiassem de uma garantia pública ou supranacional (e.g. Fundo Europeu de Investimentos). Desta forma, evitar-se-iam os problemas associados à eventual necessidade de obtenção de notações de *rating*.

Num cenário como o actual - em que as condições de concessão de crédito são necessariamente mais restritivas, com o anterior diferencial relativamente estável entre as taxas de referência do BCE e as taxas de juro suportadas pelas PME a ser substituído por um diferencial mais expressivo e mais instável - é crucial actuar para promover a diminuição dos custos de financiamento das PME, promovendo a sustentabilidade financeira das empresas, o investimento e o aumento do emprego.

À semelhança de outros Bancos Centrais (e.g. Reserva Federal Americana, Banco de Inglaterra, Banco do Japão), o BCE pode, neste domínio, desempenhar um papel importante: i) facilitando a acesso dos bancos à facilidade permanente de cedência de liquidez, vindo a aceitar como colateral empréstimos cedidos a PME; e/ou ii) adquirindo directamente empréstimos concedidos a PME, concentrando as aquisições em áreas onde as dificuldades de financiamento são mais significativas. Estas medidas poderiam exigir uma redefinição política do mandato do BCE, com um maior equilíbrio entre os objectivos da estabilidade de preços e do crescimento da actividade económica e do emprego.

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

Reiteramos a nossa perspectiva de que o problema de redução do investimento e de fragmentação dos mercados não se centra nos instrumentos, nos investidores institucionais ou nos intermediários financeiros, mas sim no enquadramento do financiamento a longo prazo da economia europeia.

A velocidade de modificação do ambiente político, regulatório e fiscal na UE traduz-se em elevados níveis de incerteza que afectam de forma significativa os projectos de investimento de maior prazo (tanto no lado da procura como no da oferta de financiamento) – tornando os projectos mais onerosos e, em determinados casos, mesmo financeiramente inviáveis.

**Contributos da APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios para o processo de consulta sobre o Livro Verde a respeito do Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia [COM(2013) 150]:**

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

Importa em primeiro lugar sublinhar que a preferência das famílias pela liquidez não se cinge aos depósitos mas à generalidade dos seus investimentos. Todavia, as mesmas famílias demonstram grande inércia na sua alocação de poupança em condições normais. Este ponto é importante na medida em que permite sublinhar a importância da liquidez dos instrumentos financeiros, incluindo aqueles que se destinam ao financiamento a médio/longo prazo. A inércia e uma adequada política de *pricing* do risco são susceptíveis de permitir mobilizar, directa ou indirectamente, a poupança das famílias.

Em segundo lugar importa notar que as necessidades da economia em termos de financiamento de longo prazo incluem necessidades de capital próprio, tal como preconizado pelo G20, e não se esgotam em bens de capital de longa duração, em particular em economias desenvolvidas, onde o investimento em activos incorpóreos como o conhecimento é muito relevante para a competitividade europeia num mundo globalizado.

Concordamos com a análise que reconhece (hoje) na poupança das famílias um padrão de (forte) aversão a risco e preferência por instrumentos com liquidez (efectiva ou percebida). No entanto, a instabilidade política com imprevisto na busca de soluções para os resgates financeiros, o excessivo pendor regulador para exigências de capital e a sobre ponderação dos instrumentos de risco, têm contribuído fortemente para o aumento da aversão ao risco e para a preferência por liquidez.

Por outro lado, apesar de os principais destinatários serem as famílias através das suas poupanças, a maior complexidade normalmente associada ao investimento de longo prazo, pede a mobilização de investimento institucional. Refira-se que a nacionalização dos Fundos de Pensões convertendo os respectivos activos financeiros em liquidez contraria esse papel.

A fraca capacidade de poupança dos Estados tem igualmente contribuído para travar o financiamento da economia a longo prazo. Numa parte significativa dos Estados europeus, a emissão de dívida pública de longo prazo em vez de financiar novos projectos visa diferir o mais possível o pagamento dos compromissos passados.

Ainda sobre o financiamento de longo prazo – 5 anos é muito curto. Os mercados institucionais pedem maturidades mais longas (veja-se a iniciativa portuguesa, regressando ao mercado com emissão a 10 anos).

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

A definição parece-nos correcta, sendo de realçar que haverá sempre, e naturalmente, financiamentos a longo prazo que deverão permanecer na órbita das administrações públicas por não serem geradores de interesse económico-financeiro que cativem os restantes intervenientes. A identificação destes projectos de financiamento e dos respectivos intervenientes é fundamental para que possam vir a ser integrados na estratégia de investimentos dos operadores privados.

**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?**

Como consequência do aumento do custo do capital, os bancos comerciais vão tender a reduzir os activos em balanço, i.e., os bancos vão servir como originadores dos financiamentos a longo prazo dadas as suas competências em matéria de avaliação de risco de crédito e conhecimento das empresas, e posteriormente vão cada vez mais vender estes activos em mercado, seguindo um modelo semelhante ao dos EUA. Deste modo, poderá verificar-se uma redução gradual no tamanho dos bancos comerciais da União Europeia em termos de activos totais.

Neste formato, e considerando o manancial de conhecimentos que concentram sobre a implementação dos projectos, os bancos devem assumir um papel mais relevante no desenvolvimento dos mercados financeiros que contribuam para a existência de liquidez e transparência suficientes para a transacção destes produtos e no processo de avaliação desses activos. Este modelo permite aumentar o financiamento de longo prazo à economia sem incremento dos activos do sistema bancário. A participação do sistema bancário estará limitada pelas regras sobre a liquidez dos activos em balanço, devendo ser mesmo penalizada a possibilidade de deterem activos de longo prazo nos seus balanços.

Como se disse, os requisitos de capitalização – numa base regulamentar não estabilizada – parecem-nos penalizar o financiamento de longo prazo.

**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?**

Julgamos que existe um lugar para instituições especializadas no financiamento ao investimento, com estratégias de captação e investimento que abranjam vários mercados e não se confinem a um único (determinante na concentração de risco), e que recorram a uma base de capital público-privada. Aquilo que se normalmente se designa como “multilateral development banks”.

O objectivo dos bancos de investimento públicos deverá concentrar-se na gestão de riscos, cuja adequada gestão e mitigação permita que um maior número de projectos de investimento de longo prazo se torne atractivo para a canalização de poupanças privadas.

Estes bancos podem e devem funcionar muito melhor – o BEI é um caso paradigmático. Ao exigir garantias bancárias (aos bancos locais) está a demitir-se do seu papel e a transferir risco para o sistema local, eliminando a lógica multilateral de captação e aplicação. Um banco de bancos não garante, por si só, o acesso dos agentes não-financeiros a crédito de longo prazo.

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

**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?**

Dada a natureza evolutiva de redução da dimensão do sistema bancário europeu, os investidores institucionais poderão vir a adquirir um papel importante no financiamento a longo prazo. O documento menciona pouco o papel dos fundos de capital de risco, como *venture capital firms*, *private equity*, *business angels* e outro tipo de investidores, no financiamento a longo prazo da economia. Este tipo de investidores são extremamente dinamizadores na economia ao financiarem projectos de cariz inovador, dando apoio à formação de empresas e/ou à expansão das mesmas em mercados internacionais, o que tem repercussões ao nível da criação de emprego, aumento das exportações e I&D. Além disso, este tipo de investidores não necessita de ter activos líquidos em balanço, pela natureza fechada dos fundos, embora careça de soluções de mercado para saída do investimento. A cotação em bolsa destes fundos permitiria liquidez aos participantes sem colocar em causa a estabilidade do investimento e permitiria aos fundos mutualistas investir, cumprindo os requisitos regulamentares de liquidez adequada. Estes últimos fundos podem aumentar o financiamento de longo prazo à economia através da dinamização dos mercados financeiros, nomeadamente do mercado de capitais.

Os investidores institucionais, se forem criadas condições adequadas para o efeito, poderão desempenhar um papel fundamental no lançamento, suporte e desenvolvimento de projectos no âmbito dos investimentos designados por ESG/RI (*Environmental, Social and Corporate Governance / Responsible Investments*), que serão, certamente, uma área a dinamizar no contexto da recuperação económica e da produtividade europeias.

Aliás, os investidores institucionais podem representar um papel importantíssimo se existir uma oferta de instrumentos financeiros de longo prazo adequada e um mercado também adequado que lhes confira maior transparência e liquidez. A dinamização da oferta e do mercado é um dos negócios a desenvolver pelos intermediários financeiros.

No que respeita, concretamente, às actividades representadas pela APFIPP e considerando os Fundos de Investimento (Mobiliário e Imobiliário) e os Fundos de Pensões como investidores institucionais, é necessário ter presente que o desempenho de “um papel mais importante” no financiamento a longo prazo depende, antes de mais, da capacidade de gerar poupança no país e destes instrumentos financeiros serem atractivos para a captação dessa mesma poupança. Os constrangimentos que Portugal atravessa, com níveis históricos de desemprego nunca antes registados, não são favoráveis à existência de rendimento disponível para aforro. Acresce que os sinais dados, ao nível das políticas fiscais, contrariam o exposto na página 6/7 do documento de consulta em apreço, a saber: “Como parte de uma política mais abrangente, os pormenores do novo quadro regulamentar e de supervisão deverão, nomeadamente na área da tributação, incentivar e criar condições para que o sector financeiro possa apoiar efectivamente a economia real sem pôr em causa a estabilidade financeira.”

Como poderão os Fundos atrair o aforro dos Participantes e comprometer-se com investimentos de longo prazo, num quadro fiscal e para-fiscal em constante mutação e onde a insegurança jurídica passou a ser a regra? A título de exemplo, refere-se: i) a CES (Contribuição Extraordinária de Solidariedade) que reduziu significativamente o interesse, tanto das empresas com dos seus trabalhadores na constituição e/ou reforço dos seus complementos privados de reforma, através de Fundos de Pensões; ii) as recentes alterações ao regime de tributação dos Fundos de Investimento Mobiliário que determinaram que incida uma fiscalidade mais gravosa sobre os Fundos nacionais do que sobre os Fundos estrangeiros livremente comercializados no nosso país; iii) as constantes modificações do regime de tributação dos Fundos Imobiliários que, aliadas à previsível diminuição da taxa de IRC, impedem a atracção de investimento para estes organismos que, por vocação, pretendem ser organismos colectivos de agregação de poupança, face a outros veículos de investimento fiscalmente mais eficientes; iv) as permanentes modificações ao regime legal dos Planos de Poupança Reforma (PPR's), permitindo uma maior liquidez e facilidade nos reembolsos, em sinal contrário à necessidade de aforro para precaver a reforma.

A estes exemplos, deve ainda ser acrescentada a previsível introdução de uma taxa

sobre as transacções financeiras que penalizará duplamente os Fundos, ao abranger quer as transacções nas suas carteiras quer os reembolsos (se for mantida a opção vertida na proposta de Directiva em consulta). Ao afectar a rentabilidade destes instrumentos financeiros, vai prejudicar, naturalmente, o interesse e a opção pelos mesmos.

A implementação de um regime de tributação que incentive a poupança de longo prazo e que seja estável, é fundamental para a manutenção e desenvolvimento destes instrumentos financeiros de investimento colectivo e dos Fundos de Pensões que poderão, desta forma, contribuir para o financiamento dos projectos de longo prazo.

A nível nacional, e em linha com o referido, a APFIPP tem defendido a alteração do regime de tributação dos Fundos de Investimento e a não aplicação da Contribuição Extraordinária de Solidariedade aos complementos privados de reforma.

**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?**

Neste domínio, a APFIPP considera que a aplicação das Regras da Solvência II aos Fundos de Pensões, nos moldes em que tal tem vindo a ser defendido, terá como consequência, a extinção acelerada dos Fundos de Benefício Definido, para além de vir a ter implicações gravosas ao nível do potencial de crescimento dos Fundos de Contribuição Definida, aos quais também se pretendem aplicar as referidas regras.

Não pretendendo desenvolver a argumentação que sustenta esta posição, uma vez que a discussão do tema ocorrer noutras instâncias, refira-se, apenas que, nos Fundos de Pensões tanto de Benefício como de Contribuição Definida, o risco não reside no Fundo e; que se tratam de instrumentos financeiros que visam objectivos e benefícios sociais, não podendo ser encarados como realidades meramente comerciais.

As necessidades contributivas que a aplicação das regras da Solvência iriam determinar, retirariam o interesse das empresas nos Fundos constituídos a favor dos seus trabalhadores e estes deixariam de ser mais uma peça fundamental para as necessidades de financiamento de longo prazo, em análise.

A preocupação com a questão da Solvência não deriva do facto de esta não poder, em abstracto, representar um importante contributo para uma gestão prudente que salvaguarde os interesses dos investidores finais mas porque os critérios actualmente em equação têm uma exagerada preferência pelo reforço de capital, a preferência pela liquidez e a aversão ao risco, factores todos eles adversos, tanto ao investimento como à poupança de longo prazo.

Assim, tal como é reconhecido no presente livro verde é necessário que os reguladores adotem uma atitude mais flexível e favorável na abordagem ao risco de investimento de instrumentos de capital e de dívida de longo prazo.

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

Os diferentes regimes de tributação, tanto ao nível dos veículos de investimento como dos Participantes são, naturalmente, um entrave à criação de mecanismos de investimento conjunto.

O desenvolvimento dos FILP (Fundos de Investimento a Longo Prazo) com uma moldura fiscal e regulamentar uniforme, conjugado com algum tipo de fundo de garantia europeu e um enquadramento legal que minimize o risco político conjuntural de cada país, seria um excelente contributo para o desenvolvimento sustentado do mercado de instrumentos financeiros de longo prazo.

**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?**

Tema desenvolvido na resposta à questão 15.

**10) Existe algum impacto cumulativo das reformas prudenciais atuais e previstas sobre o nível e o carácter 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?**

Ver resposta à questão número 7.

Relativamente ao impacto, este é ainda mais forte se às reformas prudenciais de reforço da solvabilidade se adicionar a necessidade estrutural de desalavancagem, tanto do sistema bancários como dos Estados.

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

O envasamento fiscal que favorece o endividamento em detrimento do recurso a capitais próprios é um dos mais sérios obstáculos à dinamização do mercado de capitais.

É importante mencionar que as medidas de reforço dos requisitos de redução das actividades de negociação a curto prazo e especulativas têm um impacto negativo

nos níveis de liquidez nos mercados de capitais. Sem prejuízo das preocupações com o risco sistémico do sistema bancário, importa reter a necessidade de (outros) intervenientes que assegurem liquidez aos mercados de capitais.

Deste modo, é indispensável dinamizar os mercados de capitais da zona euro para atraírem todo o tipo de investidores, o que tornará os mercados de capitais mais eficientes e líquidos. O facto de existirem mais investidores aumenta o financiamento a longo prazo uma vez que facilita os processos de ofertas públicas iniciais em mercado de capitais por parte de empresas de média capitalização e *start-ups* europeias.

**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?**

**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?**

A reflexão sobre a possibilidade de lançamento de um produto de poupança a nível da UE, é um projecto de há vários anos no seio da EFAMA (*European Fund Asset Management Association*), que nos últimos meses ganhou novo fôlego. Como Membro da EFAMA, a APFIPP tem defendido que este produto deveria seguir os princípios que têm ditado o sucesso dos Fundos UCITS ou *Undertakings for Collective Investment in Transferible Securities* (a Directiva UCITS IV acaba de ser transposta para o ordenamento jurídico português), muito embora com uma vocação específica para a reforma. A sua portabilidade deveria estar plenamente assegurada e o seu regime fiscal seria único, de modo a evitar arbitragens entre jurisdições no seio da União Europeia.

Este produto, que designaremos por “Retirement Plan Product (RPP)”, como a sua designação indica, está vocacionado para a reforma, permitindo reembolsos apenas a partir de determinada idade (por exemplo, 65 anos) ou em situações muito específicas (doença grave ou morte). De modo a abranger o maior número de intermediários financeiros e facilitar a sua divulgação, poderia assumir a forma de Fundo de Investimento, de Fundo de Pensões ou de Seguro.

Tal como nos Fundos UCITS, e tendo em consideração a protecção dos Participantes que desta forma procuram prover à sua reforma, estarão definidas regras claras e exigentes de dispersão de risco e de diversificação, assim como a respeito dos activos permitidos nas suas carteiras de investimentos.

De modo a incentivar a canalização de poupança para estes instrumentos financeiros de longo prazo, o produto deveria ser totalmente isento, o que evitaria, conforme já referido, qualquer arbitragem entre países da UE. Por este motivo, o investimento anual estaria limitado a, por exemplo, € 50.000. Não sendo possível a isenção total, o produto seria apenas parcialmente isento mas considera-se fundamental que o regime de tributação seja idêntico em todos os Estados-Membros.

Independentemente da criação e estímulo de instrumentos de poupança para a reforma no terceiro pilar, é indispensável que os sistemas de segurança social se estruturarem com parte significativa dos benefícios a serem financiados na lógica da capitalização, a qual deve ter um carácter mandatário ou equivalente.

Existiriam, assim, três pilares para o desenvolvimento sustentado da poupança e investimento de longo prazo:

- Um volume de poupança de longo prazo significativo e estável;
- O desenvolvimento do mercado de instrumentos financeiros de longo prazo com um enquadramento fiscal e regulamentar uniforme, estável e, se possível, favorável;
- A agilização do processo regulamentar prudencial, de forma a que os instrumentos financeiros de longo prazo possam, de modo eficiente, fazer *matching* com as responsabilidades de longo prazo.

**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?**

Para além dos aspectos já desenvolvidos nas questões 6 e 15, a APFIPP defende o regime EET (contribuições isentas, rendimentos isentos, tributação no recebimento dos benefícios/reembolsos), no que se refere aos Fundos canalizadores de poupança de longo prazo de modo a haver uma estabilidade da mesma.

No que respeita a incentivos fiscais à constituição de planos de pensões de natureza profissional/empresarial, APFIPP tem proposto uma medida temporária (por exemplo por dois anos) que determine que os planos constituídos no período definido e durante os seus primeiros quatro anos de vida, possam considerar como custos do exercício multiplicadas pelo factor 1,5, as contribuições efectuadas, em cada exercício, para o(s) Fundo(s) de Pensões que os financiem.

Este benefício aplicar-se-ia às contribuições até 5% das despesas com pessoal.

Recorda-se que semelhante medida incentivadora foi anteriormente adoptada, nomeadamente, através do Decreto-Lei n.º 216/87, de 29 de Maio que estabeleceu que as contribuições para Fundos de Pensões efectuadas nos anos de 1988 e 1989 seriam consideradas como custos do exercício multiplicadas pelo factor 2.

Como se sabe, em consequência deste benefício, no final de 1989 existiam 178 Fundos que geriam 539 milhões de euros, tendo sido nessa altura que se constituíram muitos dos Fundos de Pensões em actividade hoje em dia. Daí que se creia que esta medida possa vir a ter efeito semelhante.

**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?**

A exigência de longos períodos de investimento, como sucede nos produtos vocacionados para a reforma, assim como a obrigação destes estarem constituídos sob a forma de fundos autónomos, firmemente supervisionados e afectos unicamente à formação e pagamento de benefícios de reforma, são princípios que evitam as consequências referidas nesta questão.

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

Seguramente que sim. Bastaria que se produzisse uma mera aproximação, reforçando, no entanto, o compromisso de simplificação e estabilização dos diversos regimes fiscais na UE, numa primeira fase.

**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?**

A avaliação de activos de longo prazo pelo critério do justo valor tem associado normalmente dois tipos de problemas: mercados pouco líquidos e complexos têm dificuldade em aferir o efectivo justo valor dos activos e; por outro lado, a volatilidade dos mercados tem um impacto multiplicador no valor dos instrumentos financeiros.

Quanto à alternativa do método do custo amortizado, ela desliga-se excessivamente do mercado efectivo e impõe restrições que o tornam desinteressante para a generalidade dos investidores. Assim, existe um desafio ao nível das IFRS de se continuar ligado ao mercado mas que de alguma forma atenua o efeito da volatilidade. Exemplos dessas alternativas estão neste momento em discussão e construção através, por exemplo, de mecanismos de alisamento, reconhecendo assim que o conceito de justo valor não é necessariamente o mais relevante no longo prazo, quando o elemento de liquidez imediata não é determinante.

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

O principal incentivo traduz-se na existência de um enquadramento fiscal e regulamentar uniforme e estável no tempo.

**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?**

A APFIPP considera que a “obrigação fiduciária” enquanto princípio e exigência é semelhante tanto no contexto do financiamento a curto prazo como no de longo prazo. O cumprimento desta obrigação pode é exigir preocupações acrescidas no domínio do investimento a longo prazo, no que respeita, designadamente, à análise da sustentabilidade das empresas onde se investe e da liquidez dos activos.

**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?**

É importante mencionar que a apresentação de relatórios trimestrais aumenta a

transparência e o nível de informação em relação à empresa que está a divulgar os resultados, sendo essencial para os investidores de longo prazo acompanharem os desenvolvimentos dos projectos onde investem. O não enfoque no curto prazo por parte dos gestores de empresas passa pelo alinhamento dos incentivos dos accionistas e dos gestores, que pode ser dinamizada com prémios ligados a indicadores de performance no longo-prazo. Além disso, o facto de existirem actores do mercado, nomeadamente investidores, a concentrarem-se nos resultados a curto-prazo não deverá ter impacto na forma como as empresas são geridas, e nos incentivos dos gestores. Além disso, estes actores de mercado acrescentam liquidez aos mercados de capitais.

Por sua vez, a maior integração da informação financeira e não financeira poderá ajudar a proporcionar uma visão mais clara do desempenho de uma empresa. No entanto, a imposição de mais regras em termos de reporte de informação poderá contribuir para desincentivar algumas empresas de média capitalização a entrar nos mercados de capitais.

No entanto, e considerando o custo do processo, nada a opor a uma abordagem de divulgação semestral e não trimestral dos dados relevantes sobre emitentes. Um melhor acesso a prospectos (simplificados) seria um avanço.

A evolução das práticas e políticas contabilísticas é, em nossa opinião, fortemente pró-cíclica e introduz uma aversão a instrumentos de longa maturidade, mais susceptíveis a flutuações relevantes. O modelo misto, combinando o “Fair value & Cost” não funciona bem, em nossa opinião. A ausência de consenso e a incerteza sobre normas arrastam o problema.

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

**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?**

O conceito genérico de PME abrange um universo muito alargado de realidades empresariais, não uniforme no espaço europeu, incluindo pelo menos duas tipologias relevantes: (i) empresas com dimensão e grau de desenvolvimento suficiente para poderem aceder directamente ao mercado de capitais, nem que seja para o financiamento de curto prazo, e que provavelmente podem servir de base a um mercado de créditos, (ii) e o resto do universo, muito mais atomizado, para o qual a intermediação é fundamental por razões de eficiência da avaliação e acompanhamento do crédito.

O acesso das primeiras ao mercado de capitais requer maior transparência sobre a sua situação económico-financeira e maior regularidade na prestação dessa

informação. Existem vantagens na centralização dessa informação por forma a assegurar que apenas é facultada aos *stakeholders* da empresa, permitindo manter, nos casos apropriados, o alinhamento com o carácter privado da forma societária.

No domínio específico das participações de capital, outro aspecto relevante prende-se com a parcela de capital das empresas com *free float*, já que em muitas situações colocam-se temas de aversão à perda do controlo societário por parte dos indivíduos ou famílias detentores originais das empresas. Neste âmbito importaria considerar simultaneamente um maior papel para os instrumentos híbridos (e.g., participações silenciosas alemãs) no financiamento das empresas, acautelando a respectiva liquidez.

A existência de regras claras para a transacção, liquidação e transparência de preços é susceptível de contribuir para o desenvolvimento de um mercado para a transacção de créditos de médio/longo prazo que, fluindo do balanço dos originadores, abre espaço para novo financiamento à economia. Operadores especializados podem gerir e repassar interesses em carteiras destes ativos (em diferentes formatos) para investidores institucionais que não queiram ou não possam do ponto de vista do racional económico alocar recursos específicos a uma gestão mais atomizada.

Do ponto de vista do investidor, é importante assegurar a diversificação dos riscos. Se, à partida, o espaço europeu é suficientemente vasto e rico para permitir esse propósito, a diversidade ainda prevalecente de regimes jurídicos, acarreta incertezas e custos acrescidos para a gestão de carteiras de activos, designadamente quando está em causa crédito, de vários países da EU.

Ainda do mesmo ponto de vista, a titularização de créditos a PME requer instrumentos e informação simples e estandardizados sobre os activos subjacentes, e estatísticas sobre o universo subjacente que auxiliem a avaliar a qualidade relativa dos diferentes veículos. A muito relevante necessidade de liquidez requer montantes mínimos de emissão o que poderá ditar o agrupamento de activos de diferentes originadores, situação que importaria prever. Os originadores devem possuir incentivos económicos para libertar espaço de balanço, e os investidores não podem ser penalizados pela utilização destes instrumentos face a alternativas como as obrigações de instituições financeiras.

Os mercados de crédito encontram-se actualmente fragmentados, sendo que as PME's dos países sob assistência financeira são mais afectadas que as empresas de grande capitalização, sofrendo continuamente de uma escassez de liquidez. Como tal, não existem apenas dificuldades de financiamento a longo prazo para as PME's, mas também dificuldades de tesouraria. Uma medida adicional poderá envolver o desenvolvimento de um mercado de papel comercial a nível europeu, ou de plataformas onde é emitida dívida de curto-prazo de PME's. Este tipo de medida teria que assentar em regras claras no que diz respeito à transparência da informação relativa às empresas e aos riscos de crédito das mesmas. Como consequência, os diferenciais nos custos de financiamento entre PME's de países europeus poderiam ser reduzidos.

Protecção às SME através de plataformas dedicadas com custos (baixos) partilhados são algumas sugestões que vão no sentido certo. Não é crível procurar melhorar condições de acesso e enredá-las em processos burocráticos e onerosos que as SME não podem suportar.

**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?**

**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?**

Como factor fundamental e prévio a todos os instrumentos técnicos a que se recorra, é indispensável a existência de estabilidade política e regulamentar que salvaguarde os compromissos assumidos para o longo prazo. A presente volatilidade política, transformando em “elefantes brancos” os investimentos estruturais do passado e o imprevisto de medidas para a promoção do resgate de países em dificuldades financeiras, fazendo tábua rasa de compromissos assumidos de base, minam a necessária confiança que o investidor necessita de ter para poder concretizar projectos de investimento de longo prazo