



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

Parecer

LIVRO VERDE - Construção de uma União dos Mercados de Capitais
COM(2015)63



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, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, com as alterações introduzidas pelas Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, 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 - Construção de uma União dos Mercados de Capitais [COM(2015)63]

A supra identificada iniciativa foi enviada à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública, atento o respetivo objeto, a qual analisou a referida iniciativa e aprovou o Relatório que se anexa ao presente Parecer, dele fazendo parte integrante.

PARTE II – CONSIDERANDOS

1 – A presente iniciativa é relativa ao LIVRO VERDE - Construção de uma União dos Mercados de Capitais.

2 – É referido, na presente iniciativa, que a prioridade da Comissão, isto é, a prioridade da Europa, é o crescimento e o emprego. Deste modo, para que a Europa retome a trajetória de crescimento, há que desbloquear os investimentos nas empresas e infraestruturas europeias.

O pacote de investimento de 315 mil milhões de EUR permitirá, assim, lançar esse processo.

3 – É, igualmente, mencionado que para reforçar o investimento a longo prazo, a Europa tem de criar um verdadeiro mercado único de capitais, uma União dos Mercados de Capitais para todos os 28 Estados-Membros da União Europeia.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

4 – Neste contexto, é referido que comparativamente a outras regiões do mundo, as empresas europeias continuam fortemente dependentes dos bancos para o seu financiamento e relativamente menos dos mercados de capitais.

Mercados de capitais mais robustos desempenhariam um papel complementar ao dos bancos como fonte de financiamento, e permitiriam:

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

5 – É, também, indicado que este Livro Verde marca o início de um período de três meses de consulta. Deste modo, a Comissão Europeia refere:

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

Neste sentido ver **Anexo V** do Relatório da comissão competente.

6 – É, igualmente, mencionado que o rumo a seguir é o de criar um mercado único de capitais a partir da base, identificando os obstáculos e suprimindo-os um a um, instaurando um clima de dinâmica e um sentimento crescente de confiança para investir no futuro da Europa.

A livre circulação de capitais é um dos princípios fundamentais em que a União se alicerça. Mais de cinquenta anos após o Tratado de Roma, importa aproveitar a oportunidade para concretizar este projeto.



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

7 – Por último, de referir que o Relatório apresentado pela Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública foi aprovado e reflete o conteúdo desta Proposta com rigor e detalhe.

Assim sendo, o mesmo deve dar-se por integralmente reproduzido no presente Parecer, evitando-se, desta forma, uma repetição de análise e consequente redundância.

Subscrevem-se, ainda, todos os pareceres anexos ao referido Relatório, incluindo o parecer do Banco de Portugal, enviado ao Deputado relator, no passado dia 6 de maio, bem como o Parecer da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas, recebido no dia 12 de maio.

PARTE III - PARECER

Em face dos considerandos expostos e atento o Relatório da comissão competente, a Comissão de Assuntos Europeus é de parecer que:

- 1 - Não cabe a apreciação do princípio da subsidiariedade, na medida em que se trata de uma iniciativa não legislativa.
- 2 - Em relação à iniciativa em análise, o processo de escrutínio está concluído.

Palácio de S. Bento, 12 de maio de 2015

O Deputado Autor do Parecer

(Carlos Costa Neves)

O Presidente da Comissão

(Paulo Mota Pinto)



ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
COMISSÃO DE ASSUNTOS EUROPEUS

PARTE IV – ANEXO

Relatórios do Banco de Portugal e da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas

Relatório da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública.



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Parecer do Banco de Portugal

O Banco de Portugal considera estrategicamente relevante para a economia portuguesa a construção de um Mercado Único de Capitais (*Capital Markets Union – CMU*) inclusivo, eficiente e abrangente, que funcione como plataforma de recolha e afetação de poupanças, provenientes da União Europeia (UE) e de países terceiros, em projetos de investimento europeus de múltiplas dimensões, complementando, desta forma, o setor bancário.

O CMU assume uma importância estratégica na criação de uma União Financeira efetiva a nível europeu, para a qual a União Bancária é um alicerce determinante. Em particular, a criação do CMU permitirá o desenvolvimento de mercados financeiros mais integrados e eficientes, tendo subjacente uma melhor diversificação do risco; mercados capazes de promover (i) mais investimento por parte das empresas, em especial das Pequenas e Médias Empresas (PMEs), assegurando uma mais eficaz ligação entre aforradores e devedores (ii) financiamento com prazos mais longos, (iii) investimento proveniente de países terceiros, e (iv) um setor financeiro potencialmente mais estável, ao aumentar e diversificar as fontes de financiamento disponíveis.

A integração financeira plena e efetiva a nível europeu é, neste momento, uma necessidade: (i) na sua ausência continuará a existir uma afetação subótima da poupança disponível, que se torna especialmente gravosa no atual contexto macro-financeiro, e os Estados-Membros de menor dimensão, como Portugal, tendem a ser especialmente prejudicados; (ii) a interligação entre o setor bancário e os investidores institucionais tem de passar necessariamente pelo desenvolvimento do mercado de capitais; (iii) a revitalização de operações de titularização no contexto de um mercado de capitais único favorece a diversificação de fontes de financiamento e de risco, podendo assumir-se como um instrumento financeiro de importância significativa na interligação entre o setor bancário e os investidores institucionais na promoção de crédito às PME (empresas que, pelas suas características, dificilmente poderão beneficiar diretamente do desenvolvimento do mercado de capitais e cuja integração terá de ocorrer, conseqüentemente, via setor bancário).

Porém, para que o CMU avance de forma efetiva são necessárias medidas ambiciosas que criem uma plataforma europeia (i) com um quadro legal único aplicado aos instrumentos financeiros transacionados e a quem os fornece/emite, (ii) que seja acessível a todos os



operadores no mercado que satisfaçam um conjunto de requisitos pré-definidos, e (iii) que favoreça o envolvimento dos investidores institucionais.

Neste contexto, embora o Banco de Portugal concorde, na generalidade, com as medidas de curto prazo incluídas no *Green Paper*, entende que deveria ser estabelecida, desde já, uma visão ambiciosa relativamente ao projeto CMU, acompanhada por um *roadmap* de execução e integração das diversas iniciativas, aspetos omissos no *Green Paper*.

1. Enquadramento institucional a nível Europeu

Em linha com o acima referido, na perspetiva do Banco de Portugal o maior entrave ao desenvolvimento de um CMU completo, eficiente e integrado passa pela inexistência de um regime regulamentar comum a todos os Estados-Membros da UE, o que implica o recurso à especificidade de cada direito nacional. Assim, algumas das medidas que o *Green Paper* identifica como medidas a tomar no médio/longo prazo - como seja a harmonização a nível fiscal, de regulação e supervisão, da legislação sobre insolvência e de direito das sociedades (fatores idiossincráticos que fomentam a fragmentação e tendem a limitar significativamente os fluxos internacionais de capitais) - são condições necessárias para a criação de um verdadeiro CMU. A estabilidade, solidez e segurança deste novo enquadramento institucional é fulcral para o desenvolvimento de instrumentos financeiros pan-europeus, de iniciativa da indústria financeira privada e/ou promovidos pela esfera pública.

Assim, o Banco de Portugal encoraja os esforços e expressa a sua disponibilidade de participação, no quadro das suas competências e no âmbito do Eurosistema, no sentido de encontrar caminhos eficazes para ultrapassar os atuais obstáculos de enquadramento institucional. Neste contexto, o Banco de Portugal considera que existem duas opções: (i) o caminho da harmonização (parcial ou total) a nível de todos os Estados-Membros da UE ou (ii) o caminho de um regime alternativo de adesão voluntária dos agentes económicos (29.º regime).

O *Green Paper* assenta essencialmente na ideia da harmonização, considerando-a como um objetivo a atingir no mais longo prazo. De facto, a harmonização entre os vários Estados-Membros nas áreas acima referidas é um objetivo muito difícil, se não mesmo impossível, de atingir no mais curto prazo. Porém, muitos dos obstáculos que impedem a harmonização assentam em aspectos idiossincráticos nacionais que poderão ser contornados através da criação de uma plataforma europeia que cumpra as condições acima referidas e à qual esteja associado o regime optativo subjacente ao 29.º regime.



Em áreas em que a harmonização (total ou parcial) das legislações dos vários Estados-Membros é muito difícil de atingir, a possibilidade de adotar o 29.º regime – correspondendo a um enquadramento europeu opcional, que não pretende substituir, mas complementar, os regimes jurídicos existentes a nível nacional – deve ser explorada. O 29.º regime (também conhecido pelo 2.º regime) pressupõe a coexistência com as legislações nacionais, permitindo a opção por um destes enquadramentos. Assim, as partes envolvidas em operações transfronteiriças que optem pela aplicação do 29.º regime não terão que lidar com os 28 diferentes regimes legais dos Estados-Membros, podendo fazer assentar essas operações num quadro legal comum de direito privado a nível europeu.¹ É, assim, possível ultrapassar as barreiras existentes à formação de um mercado único, tais como os custos associados à existência de diferentes regimes jurídicos nacionais e, desta forma, promover um maior nível de integração a nível europeu. A decisão de optar por este regime é deixada ao mercado: o 29.º regime só será aplicado quando as partes de um contrato o considerarem como uma vantagem face à aplicação da legislação nacional.

A área dos serviços financeiros transfronteiriços é uma das áreas que mais pode beneficiar com a aplicação do 29.º regime. De acordo com um estudo recente publicado pela *Association for Financial Markets in Europe* (AFME), juntamente com o *Boston Consulting Group*,² um dos maiores obstáculos ao investimento na UE passa pela existência de regras diferentes, incluindo a nível fiscal, entre os vários Estados-Membros. Uma das formas de ultrapassar este obstáculo poderá passar pela aplicação do 29.º regime a algumas áreas-chave, como sejam as relacionadas com insolvência e aspetos fiscais subjacentes a determinados instrumentos financeiros, onde um maior grau de harmonização dentro da UE poderá ser difícil de atingir. Em termos operacionais, qualquer entidade que pretenda que instrumentos de dívida ou de capital por si emitidos sejam transacionados na plataforma europeia acima proposta, deverá ter a possibilidade de o fazer optando por estar sujeita a um quadro legal único a nível europeu. Desta forma, os potenciais investidores nesses produtos saberão à partida as regras que se aplicam aos produtos transacionados na plataforma europeia e às empresas que os emitem, estando também sujeitos a esse mesmo conjunto de regras na medida em que passem a ser detentores desses produtos financeiros. Uma vantagem adicional deste regime passa pelo facto de permitir definir um ponto de referência relativamente ao qual os regimes nacionais poderão convergir no futuro.

A título de exemplo, é de referir a criação da denominada *Societas Europaea* (SE) que decorreu, precisamente, da aplicação do 29.º regime. Estas sociedades operam em mais do que

¹ De referir que esta possibilidade deve também ser aplicada a transações a nível doméstico, desde que as partes envolvidas optem pelo regime em causa.

² Disponível em <http://www.afme.eu/funding-economy/>.



um Estado-Membro, tendo uma identidade europeia única e estando sujeitas a um conjunto único de regras e a um sistema de gestão unificada. A dimensão europeia desta forma legal permite ultrapassar obstáculos inerentes ao tratamento legal diferenciado entre vários Estados-Membros, facilitando reestruturações (como sejam fusões, *joint ventures* e constituição de *holdings*) transfronteiriças. De referir que a regulação relativa à SE não estabelece um tratamento fiscal único, aplicando-se o tratamento fiscal do Estado-Membro onde a SE está domiciliada – de qualquer forma, em várias áreas relacionadas com matéria fiscal, a regulação europeia e nacional prevê a existência deste tipo de sociedades e tem em conta as suas características específicas. O mesmo acontece em matéria de insolvência. Porém, isto não impede que se avance mais nestas matérias no âmbito da criação do CMU.

Em suma, existem obstáculos ao desenvolvimento de um CMU efetivo, em grande parte justificados pelo atual enquadramento legal. A existência de um regime jurídico europeu facultativo em áreas-chave poderá ser o caminho mais eficiente no curto prazo e, em si mesmo, poderá constituir uma alternativa temporária na medida em que se caminhe, a médio/longo prazo, para um maior consenso em torno da harmonização nessas mesmas áreas.

2. Outros pontos que, na perspetiva do Banco de Portugal devem ser tidos em conta no desenvolvimento do CMU.

- **Estabilidade Financeira.** O setor bancário continuará a representar a principal fonte de financiamento na UE. Tal não significa, porém, que o desenvolvimento de outras formas de financiamento não seja visto como fator positivo. Para além das razões acima enumeradas, o CMU poderá vir a constituir um *buffer* contra-cíclico de financiamento, ao permitir que as empresas tenham acesso a níveis superiores de financiamento quando as restrições pelo lado dos bancos se tornam mais apertadas. Acresce a importância, essencial para economias em que o nível de endividamento das empresas não financeiras é elevado (como a economia portuguesa), da emissão e promoção de instrumentos de capital que contribuam positivamente para equilibrar a estrutura financeira das empresas.

É necessário, porém, ter em conta que a potencial diminuição do risco sistémico inerente ao setor bancário, associada ao desenvolvimento de formas alternativas de financiamento, pode ser compensada pelo aumento do risco sistémico noutros subsectores do setor financeiro. Ou seja, de forma a salvaguardar a estabilidade financeira, o CMU terá de implicar que as autoridades macro-prudenciais disponham dos instrumentos necessários para lidar com o potencial acumular de riscos sistémicos nos mercados de capitais. Há igualmente que assegurar que os níveis de literacia financeira dos potenciais investidores são adequados, tendo em conta que em algumas situações estes poderão não ter ao seu dispor instrumentos



analíticos que lhes permitam fazer uma análise rigorosa do risco dos projetos em que investem.

- **PMEs.** Um dos objetivos do CMU prende-se com a melhoria do acesso ao financiamento para todas as empresas na UE, em particular para as PMEs. Todavia, há que ter em conta que as PMEs estarão sempre bastante dependentes do financiamento do setor bancário. Os bancos estão em melhor posição do que os mercados financeiros para desenvolver uma relação mais estreita com as PMEs. O conhecimento mais detalhado das empresas por parte dos bancos é essencial já que as PMEs são extremamente heterogéneas (especialmente entre países) em termos de modelo de negócio e de riscos. As assimetrias de informação poderão ser esbatidas, incluindo através de algumas iniciativas propostas no *Green Paper*, mas serão sempre superiores às inerentes a empresas de maior dimensão.

Assim, o impacto positivo do CMU sobre as PMEs vai fazer-se sentir essencialmente de forma indireta. Como referido anteriormente, a integração das PMEs dar-se-á fundamentalmente pela via do setor bancário. Iniciativas, como a promoção de um mercado de titularização simples, transparente e harmonizado, poderão ter de facto um impacto significativo a este nível ao permitir a canalização indireta de poupanças, provenientes, por exemplo, de investidores institucionais, para PMEs, e libertando o balanço dos bancos para fornecer crédito adicional à economia (desde que assente numa procura robusta, promotora de um crescimento económico sustentável).

- **Titularização.** O processo de titularização tem sido objeto de intervenção de várias instituições europeias, destacando-se a posição da Comissão Europeia através do documento em consulta "*An EU Framework for simple, transparent and standardised securitisation*", sobre o qual o Banco Central Europeu e o Banco de Inglaterra já se pronunciaram, através de resposta conjunta, na qual o Banco de Portugal se revê na generalidade.³ É de sublinhar também os esforços por parte das entidades reguladoras no sentido de proporcionar condições regulamentares mais favoráveis à dinamização deste mercado, enquadradas em princípios de simplicidade e transparência, e assentes em ativos reais e no correto alinhamento de incentivos entre os vários participantes, de modo a assegurar e potenciar as vantagens deste instrumento financeiro. As obrigações titularizadas, que têm por base créditos reais, constituem um instrumento financeiro capaz de reorientar poupanças que se encontram fora do sistema bancário (setor segurador, fundos de pensões e outros investidores) para o financiamento da atividade económica. Este aspeto concorre em paralelo com outras medidas

³ Ver a este propósito http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/index_en.htm e https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_response_ec_consultation_on_securitisation20150327.en.pdf.



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

inerentes à criação do CMU que têm por objetivo gerar uma menor dependência das empresas não financeiras europeias da capacidade de financiamento do sistema bancário. Na ótica da estabilidade financeira, está também consagrado, nos princípios mencionados, o correto alinhamento de interesses entre o setor bancário - que desempenha o papel de originador do crédito - e os investidores fora do sistema bancário.

É de referir que a aquisição de obrigações tituladas, com características que satisfazem os princípios acima mencionados, é parte integrante do Programa de Compras Alargado de Ativos do Eurosistema; de forma de melhorar a transmissão da política monetária e atingir o objetivo de inflação do mandato do BCE.

Neste contexto, o Banco de Portugal tem vindo a defender, nos vários *fora* em que participa, a necessária dinamização deste mercado, desde que assente nos princípios acima enumerados, destacando a importância deste instrumento financeiro como uma das formas de captar fundos externos à economia portuguesa.

Banco de Portugal, 5 de maio de 2015

Exmo. Sr.

Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública,

Na sequência do contacto de V. Exa. e em correspondência ao solicitado, somos por este meio a emitir pronúncia desta Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas, quanto ao Livro Verde – Construção de uma União dos Mercados de Capitais – em particular, no âmbito de matérias acompanhadas pela OTOC.

Por consulta ao documento (COM/2015/063, o Livro Verde) identificamos como questão expressamente relacionada com a OTOC, designadamente (Cf. secção 4 – barreiras ao acesso ao financiamento – problemas de informação – normalização enquanto mecanismo de lançamento dos mercados):

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

E as perguntas relacionadas:

«8) Há vantagens no **desenvolvimento de uma norma de contabilidade** comum a nível da União Europeia para as pequenas e médias empresas cotadas nos MTF?» (*Multilateral Trading Facility*, ou Sistema de Negociação – bolsista – multilateral) «Deverá essa norma tornar-se uma característica dos mercados para o crescimento das PME? Em caso afirmativo, em que condições?»

Neste contexto, considerando que:

- O profissional inscrito na OTOC é responsável pelo planeamento, organização, coordenação e execução da contabilidade das empresas;
- É o profissional em Portugal com qualificação regulamentada para efeito de preparar e apresentar as demonstrações financeiras (conforme normativos contabilísticos vigentes);
- Este modelo de regulação profissional confere garantias normativas expressas para os agentes / partes interessadas na informação contabilística;

– A confiabilidade na intervenção e resultado do trabalho produzido pelos TOC é manifesta, por exemplo, pela observação de práticas instaladas e verificáveis de entidades financiadoras (essencialmente bancos), que requerem para as suas análises e garantias, as demonstrações financeiras assinadas por TOC e/ou a entrega de cópia da IES (documento que assegura sempre a intervenção do TOC).

Comunica a OTOC junto da **Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública**, o seu entendimento:

- É favorável quanto à utilidade e interesse na criação de um novo normativo contabilístico; e (admitindo a efectiva criação de norma)

- No âmbito desse normativo, deve ser concretizada definição/indicação de entidades e/ou profissionais responsáveis pela implementação / execução dessa norma.

Em concreto entende-se relevante expressar a importância de:

A acompanhar a criação de um normativo dedicado à construção de uma União dos Mercados de Capitais, devem as instâncias da União Europeia ser chamadas a ponderar a utilidade de confiar a implementação de tal normativo a profissionais da área da contabilidade, com qualificação específica reconhecida (ou a reconhecer, face às diversas jurisdições dos Estado-membros) que habilite à intervenção e responsabilização nos momentos da preparação e apresentação das demonstrações financeiras (que no caso da jurisdição de Portugal: corresponde ao TOC) – como pilar de um sistema de informação contabilística e de sustentabilidade empresarial (designadamente das pequenas e médias empresas), que incremente confiabilidade e garantias junto da sociedade em geral e dos intervenientes directos do mercado de capitais em particular.

OTOC, Lisboa, Abril de 2015



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

Relatório

LIVRO VERDE – Construção de uma União dos
Mercados de Capitais – COM(2015)63

Relatora: Deputada
Vera Rodrigues



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 V – ANEXOS

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 - Construção de uma União dos Mercados de Capitais – COM(2015)63** foi enviado, em 9 de março de 2015, 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

Os livros verdes lançados pela Comissão Europeia são documentos de discussão que têm como objetivo estimular o debate e lançar um processo de consulta, ao nível europeu, em torno de um determinado tema.

No presente livro verde “*Construção de uma União de Mercados de Capitais*”, que marca um período de três meses de consulta, a Comissão Europeia assume que pretende ouvir deputados, Estados-Membros, bem como, os que operam nos mercados de capitais e todos os grupos interessados, sobre o emprego, o crescimento e os interesses dos cidadãos europeus.

A iniciativa clarifica o rumo que deve ser seguido nesta matéria: criação de um mercado único de capitais a partir da base, identificando os obstáculos e suprimindo-os um a um, instaurando um clima de dinâmica e um sentimento crescente de confiança para investir no futuro da Europa.

2. Principais aspetos

De forma mais concreta, o presente livro verde encontra-se dividido em cinco grandes secções, onde são feitas reflexões e levantadas questões:

Secção I – *“Construção de uma União dos Mercados de Capitais”* – onde são apresentados os cinco princípios fundamentais que devem nortear uma União dos Mercados de Capitais: **1) maximizar as vantagens dos mercados de capitais** para a economia, o crescimento e o emprego; **2) criar um mercado único dos capitais** para o conjunto dos 28 Estados-Membros, eliminando as barreiras ao investimento transfronteiras no interior da UE e reforçando as ligações com os mercados de capitais mundiais; **3) assentar em bases sólidas de estabilidade financeira**, com um conjunto único de regras para os serviços financeiros, a aplicar de forma eficaz e coerente; **4) assegurar um nível eficaz de proteção dos consumidores e dos investidores**; e **5) contribuir para atrair investimentos de todo o mundo e aumentar a competitividade da UE**.

A Comissão Europeia assume ainda que procurará identificar as acções necessárias (após devida consulta) tendo em vista alcançar três grandes objectivos: **1) melhorar o acesso ao financiamento** para todas as empresas na Europa (em especial as PME) e aos projetos de investimento, tais como as infraestruturas; **2) aumentar e diversificar as fontes de financiamento** oferecidas pelos investidores na UE e em todo o mundo; e **3) tornar os mercados mais eficazes e eficientes**, estabelecendo a ponte entre os investidores e os que procuram financiamento a menores custos, tanto nos Estados-Membros como além-fronteiras.

Secção II - *“Desafios com que os mercados de capitais europeus se confrontam”* – na qual é abordada a situação actual dos mercados de capitais na europa.

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

Assim sendo, de seguida, a Comissão Europeia dá nota de que para se obter um mercado único de capitais plenamente integrado é necessário superar obstáculos em três domínios essenciais: **1) do lado da procura, a melhoria do acesso ao financiamento**, nomeadamente ao capital de risco, é uma prioridade importante, em particular para as PME (por exemplo, criação de empresas inovadoras e de elevado crescimento); **2) do lado da oferta, o desenvolvimento dos mercados de capitais na UE** dependerá da capacidade dos instrumentos do mercado de capitais para atrair os fluxos financeiros. Incentivar o fluxo de capitais de investimento institucional e de retalho para os mercados de capitais promoveria a diversificação das fontes de financiamento; **3) a emergência de mercados de capitais maiores, melhor integrados e mais aprofundados** dependerá da capacidade de eliminar os obstáculos que fragmentam os mercados e entravam o desenvolvimento de segmentos específicos de mercado. Melhorar a eficácia dos mercados permitirá à UE retirar benefícios de uma maior dimensão e profundidade do mercado.

Secção III - "*Prioridades de ação rápida*" – na qual são abordados os domínios prioritários de acção a curto-prazo, dado que é onde os benefícios se fariam sentir rapidamente. A saber: **1) Redução dos entraves ao acesso aos mercados de capitais** (a Comissão analisará a regulamentação em vigor sobre o prospeto através de uma consulta pública específica); **2) Alargar a base de investidores para as PME** (melhorar a informação sobre a solvabilidade permitiria construir um mercado de capitais eficiente e sustentável para as PME); **3) Obter uma titularização sustentável** (um mercado de titularização de elevada qualidade, assente em instrumentos de titularização simples, transparentes e normalizados, permitiria estabelecer a ponte entre os bancos e os mercados de capitais - a Comissão procederá a consultas sobre medidas específicas); **4) Fomentar o investimento a longo prazo** (Fundos europeus de investimento a longo prazo – FEILP - devem ser especialmente atraentes para os investidores, como as companhias de seguros ou os fundos de pensões, que necessitam de fluxos de receitas constantes ou que visam um crescimento do capital a longo prazo); e **5) Desenvolver mercados europeu de colocações privadas** (as colocações privadas são uma forma das empresas mobilizarem fundos podendo estas constituir uma forma mais eficaz em termos de custos para as empresas na mobilização de fundos e alargar a disponibilidade de financiamento para as empresas de média e grande dimensão e potencialmente projetos de infraestruturas.

A comissão Europeia levanta ainda **o seguinte conjunto de questões nesta secção:**

i) Para além dos cinco domínios prioritários de ação a curto prazo, quais os outros domínios que devem ser prioritários?

ii) Que outras medidas em matéria de normalização e disponibilização da informação sobre a solvabilidade das PME poderiam favorecer o mercado de financiamento das PME e de capital de arranque e alargar a base de investidores?

iii) Como apoiar os FEILP, com vista a incentivar a sua utilização?

iv) Qual a necessidade de uma ação da UE para apoiar o desenvolvimento dos mercados de colocações privadas para além do apoio aos esforços ditados pelos mercados para acordar normas comuns?

Secção IV - “*Medidas destinadas a desenvolver e a integrar os mercados de capitais*” – onde são apresentadas medidas nos seguintes domínios: **1) melhorar o acesso ao financiamento; 2) desenvolver e diversificar as fontes de financiamento e 3) tornar mais eficaz o financiamento dos mercados.** Mais concretamente:

1) Para melhorar o acesso ao financiamento são propostas as seguintes medidas: **a) resolver os problemas de informação** (a transparência dos projetos de infraestruturas e das reservas de projetos, poderia aumentar a sua atratividade junto dos investidores privados e ajudar as autoridades de supervisão a adotar um regime prudencial mais adaptado aos investimentos em infraestruturas); **b) Normalização enquanto mecanismo de lançamento dos mercados** (i) o desenvolvimento de um mercado europeu de obrigações cobertas mais integrado, com uma boa relação custo-eficácia poderia contribuir para o financiamento dos bancos e proporcionar aos investidores um maior leque de oportunidades de investimento; ii) uma maior normalização das emissões de dívida das empresas poderia permitir o desenvolvimento de um maior no mercado secundário mais líquido para as obrigações de empresas); **c) Facilitar o desenvolvimento de meios alternativos de financiamento** (a Comissão está a recolher informações sobre a abordagem da indústria relativamente à divulgação de informações e sobre as abordagens dos Estados-Membros no que respeita à regulamentação do financiamento participativo, *crowdfunding*).

2) Para desenvolver e diversificar as fontes de financiamento é proposto o seguinte: **a) promover o investimento institucional** (i) redução dos custos de criação de fundos e a sua comercialização no estrangeiro reduziria os obstáculos à entrada no mercado e criaria maior concorrência; ii) os setores das pensões e dos seguros possuem igualmente ativos significativos no valor de cerca de 12 000 milhões de EUR que podem ajudar a financiar os investimentos; iii) como financiamento alternativo aos empréstimos bancários tradicionais ou de emissão de obrigações ou de ações, os capitais de investimento e o capital de risco desempenham um papel de relevo na economia europeia; iv) o financiamento público pode também intervir, na medida em que as autoridades regionais são importantes financiadores do capital de risco em

vários Estados-Membros; e v) a Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre a existência de obstáculos significativos à entrada no mercado que impeçam a prestação e o desenvolvimento de novas tecnologias e modelos empresariais, tais como *peer to peer lending* - empréstimos coletivos - ou outros tipos de empréstimos diretos não bancários, que procuram oferecer financiamento às PME e às empresas em fase de arranque); **b) Promover os investimentos de retalho** (o aumento da concorrência transfronteiras nos serviços financeiros de retalho poderia proporcionar maior escolha, preços mais baixos e serviços de melhor qualidade. Os serviços financeiros fornecidos por meios eletrónicos e móveis poderiam contribuir para alcançar este objetivo, desde que as preocupações com a proteção contra a fraude, a pirataria informática e o branqueamento de capitais sejam tidas em conta, mantendo porém a facilidade de utilização para os consumidores); e **c) atrair investimento estrangeiro** (facilitar a comercialização direta dos fundos de investimento e de outros instrumentos europeus de investimento em países terceiros. Este objetivo poderá ser alcançado, reduzindo os obstáculos que entravam o acesso das instituições e dos serviços financeiros da UE aos mercados de países terceiros, nomeadamente, se necessário, graças à abertura de mercados para a gestão de ativos transfronteiras no âmbito de futuros acordos comerciais).

3) Para melhorar a eficácia do mercado a Comissão propõe o seguinte: **a) Conjunto único de regras, aplicação e concorrência** (i) sempre que possível há que eliminar os obstáculos à entrada de concorrentes, devendo ser assegurado o acesso à infraestrutura do mercado financeiro; e ii) importa também assegurar o cumprimento do princípio da livre circulação de capitais, a fim de suprimir os entraves injustificados aos fluxos de investimento na UE); **b) Convergência no domínio da supervisão** (importa ponderar o papel desempenhado pelas Autoridades Europeias de Supervisão (AES) na medida em que os regimes de supervisão nacionais podem resultar em diferentes níveis de proteção dos investidores, entraves às operações transfronteiras e desencorajar as empresas de procurar financiamento noutros Estados-Membros, as AES podem também desempenhar um papel de destaque no reforço da convergência); **c) Dados e relatórios** (o desenvolvimento de dados comuns e a apresentação de relatórios em toda a UE poderia contribuir para apoiar o reforço da integração dos mercados de capitais, sendo que, nos mercados de capitais, é

essencial dispor de informações consolidadas para garantir a qualidade, a disponibilidade e atualidade de informações pós-negociação; **d) Infraestruturas de mercado e legislação sobre valores mobiliários** (i) como as garantias são um elemento essencial do sistema financeiro, uma vez que estão na base de um grande número de operações no mercado e proporcionam uma rede de segurança se surgirem problemas, a Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre a eventual realização de trabalhos para facilitar um fluxo de garantias devidamente regulamentadas em toda a UE; ii) como os bancos desempenham um papel fundamental, não só na concessão de crédito, mas também na intermediação nos mercados de capitais, nomeadamente através da disponibilização de liquidez através da atividade de criação de mercado, a Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre o modo de obter condições de liquidez mais robustas e a preços mais justos, nomeadamente as medidas a adotar para apoiar a liquidez nos segmentos vulneráveis e se existem barreiras à entrada de novos intervenientes no mercado suscetíveis desempenhar um papel de relevo na adequação entre compradores e vendedores); **e) Direito das sociedades, governo das sociedades, insolvência e tributação** (i) para ultrapassar os entraves ao estabelecimento e ao funcionamento de empresas transfronteiras, poderá ser útil proceder a novas reformas do direito das sociedades; ii) a Comissão adotou uma recomendação relativa a uma nova abordagem da falência e insolvência das empresas na qual insta os Estados-Membros a aplicar procedimentos antecipados de reestruturação e disposições relativas a uma «segunda oportunidade»; iii) a Comissão tomará as medidas necessárias se constatar a existência de regras e disposições fiscais discriminatórias nos investimentos transfronteiras em bens imóveis efetuados por companhias de seguros vida e fundos de pensões, prosseguindo, igualmente, os trabalhos de simplificação dos procedimentos de isenção e de redução da taxa de retenção na fonte referentes ao pós-negociação; **f) Tecnologias** : o direito europeu e o direito nacional das sociedades não acompanharam a evolução tecnológica, não integrando suficientemente as vantagens da digitalização, sendo que, o intercâmbio de informações entre as empresas, os acionistas e as autoridades públicas ainda se faz muitas vezes em papel, pelo que a utilização de tecnologias modernas nestes domínios pode ajudar a reduzir os custos e os encargos, mas também assegurar uma comunicação mais eficiente, nomeadamente num contexto transfronteiras.

Também nesta secção, a comissão Europeia levanta um **conjunto de questões**:

- i) Que outras medidas poderiam contribuir para melhorar o acesso ao financiamento e encaminhar os fundos para os que dele necessitam?*
- ii) Devem ser tomadas medidas para promover uma maior liquidez nos mercados de obrigações das empresas, tais como a normalização? Em caso afirmativo, quais as medidas necessárias? Poderão ser alcançadas deixando agir o mercado ou exigem uma ação legislativa?*
- iii) É necessária uma ação a nível da UE para facilitar o desenvolvimento de investimentos ASG (ambientais, sociais e no governo das empresas), normalizados, transparentes e responsáveis, incluindo as obrigações ecológicas, para além do apoio ao desenvolvimento de orientações ditadas pelo mercado?*
- iv) Há vantagens no desenvolvimento de uma norma de contabilidade comum a nível da União Europeia para as pequenas e médias empresas cotadas nos MTF? Deverá essa norma tornar-se uma característica dos mercados para o crescimento das PME? Em caso afirmativo, em que condições?*
- v) Há entraves ao desenvolvimento do financiamento participativo ou de peer to peer devidamente regulamentado, incluindo a nível transfronteiras? Como ultrapassá-los?*
- vi) Que medidas poderiam incentivar os investidores institucionais a aumentar e a investir montantes mais elevados numa gama mais vasta de ativos, em especial projetos de longo prazo, PME e novas empresas inovadoras e de elevado crescimento?*
- vii) Que medidas poderiam ser tomadas a fim de reduzir os custos para os gestores de fundos decorrentes da criação e comercialização de fundos em toda a UE? Quais os obstáculos que impedem os fundos de beneficiar de economias de escala?*
- viii) Os trabalhos sobre o tratamento específico dos investimentos em infraestruturas devem visar determinadas subclasses de ativos claramente identificáveis? Em caso afirmativo, a quais deve a Comissão dar prioridade nas futuras revisões das regras prudenciais como o Regulamento CRDIV/CRR e a Solvência II?*

- ix) A introdução de um produto normalizado ou remoção dos atuais obstáculos ao acesso transfronteiras reforçariam o mercado único dos produtos de pensões?*
- x) As alterações aos regulamentos EuVECA e EuSEF facilitariam aos grandes gestores de fundos da UE a gestão deste tipo de fundos? Outras eventuais mudanças a operar para aumentar o número destes fundos?*
- xi) Como é que a UE pode continuar a desenvolver capital de investimento e de risco como fontes alternativas de financiamento da economia? Em especial, que medidas poderiam aumentar a escala dos fundos de capital de risco e aumentar as oportunidades de saída para os investidores de capital de risco?*
- xii) Existem entraves que impeçam o crescimento seguro dos empréstimos diretos, bancários ou não, às empresas que necessitam de financiamento?*
- xiii) Como aumentar a participação transfronteira dos particulares nos OICVM?*
- xiv) Como aumentar a contribuição da AES para assegurar a proteção dos consumidores e investidores?*
- xv) Quais as medidas políticas suscetíveis de aumentar o investimento de retalho? Outras iniciativas para capacitar e proteger os cidadãos da UE que pretendam adecer aos mercados de capitais?*
- xvi) em termos de desenvolvimento de produtos de investimento simples e transparentes para os consumidores, existem boas práticas nacionais para que possam ser partilhadas?*
- xvii) Poderiam ser tomadas outras medidas no domínio da regulamentação dos serviços financeiros para assegurar a competitividade da UE a nível internacional e provar que é um lugar atraente para os investiemntos?*
- xviii) Que medidas devem ser tomadas para facilitar o acesso das empresas da UE aos investidores e mercados de capitais dos países terceiros?*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Secção V – “Próximas etapas” - na qual Comissão Europeia assume que irá ponderar as ações prioritárias necessárias para pôr em prática, até 2019, as bases para uma União dos Mercados de Capitais integrada, bem regulamentada, transparente e líquida em todos os 28 Estados-Membros da União. Os Estados-Membros são incentivados a examinar se as suas legislações e práticas nacionais criam barreiras e obstáculos e a encontrar soluções para os ultrapassar. A Comissão Europeia convida ainda as partes interessadas a enviar as suas respostas às perguntas do presente Livro Verde até Maio de 2015 através do **questionário em linha**: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm

3. Aspetos relevantes

- i. A Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública (COFAP) decidiu, devido à importância do tema, proceder ao escrutínio do **Livro Verde – Construção de uma União dos Mercados de Capitais**;
- ii. Considera a Comissão Europeia, no seu Livro Verde, que:
 - a) Fomentar o crescimento económico e o emprego, deve ser uma prioridade fundamental numa Europa de futuro;
 - b) O investimento é uma ferramenta essencial para que possa existir crescimento económico e criação de emprego sustentáveis;
 - c) Um verdadeiro mercado único de capitais deverá permitir um fluxo mais eficiente do capital entre investidores e empresas;

- iii. Dada a importância da matéria em causa, foram solicitados por esta Comissão Pareceres às seguintes entidades:
- a) Banco de Portugal
 - b) Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
 - c) Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões
 - d) Associação Portuguesa de Bancos
 - e) Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios
 - f) Entidades promotoras de *crowdfunding*
 - g) Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas
- iv. Os contributos das entidades que submeteram os seus pareceres (Associação Portuguesa de Bancos, Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e PPL Crowdfunding Portugal), devem merecer uma profunda reflexão por parte da Comissão Europeia.

4. Princípio da Subsidiariedade

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

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:

Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

1. Pelo facto de se tratar de um Livro Verde da Comissão Europeia, não cumpre a esta Comissão 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 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.

Parte V - Anexos

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

Associação Portuguesa de Bancos

Associação Portuguesa de Fundos Investimento, Pensões e Patrimónios

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

PPL Crowdfunding Portugal (entidade promotora de *crowdfunding*)

Palácio de S. Bento, 22 de abril 2015,

A Deputada relatora



(Vera Rodrigues)

O Presidente da Comissão



(Eduardo Cabrita)

LIVRO VERDE: A UNIÃO DE MERCADOS DE CAPITALIS

- CONTRIBUTOS DA ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE BANCOS -

A melhoria do financiamento das empresas e a retoma do crescimento económico na União Europeia (e nos países periféricos em particular) constituem importantes desafios com que a Europa se confronta actualmente. Numa União Monetária é suposto existirem contextos similares que propiciem oportunidades e condições de financiamento relativamente próximas em todos os Estados-Membros. Mas a realidade mostra que a União Monetária se encontra fragmentada e que cada Estado Membro está sujeito a condições de financiamento distintas – ao nível de liquidez, taxas de juro, volumes de crédito – mais gravosas nos países mais afectados pela crise da dívida soberana.

Importa criar a nível europeu um enquadramento favorável à captação de recursos e à sua alocação eficiente, envolvendo, simultaneamente, a concessão de crédito bancário e o aumento do recurso aos mercados de capitais, tendo por objectivo último a **criação de uma União de Mercados Financeiros**. Devidamente equacionadas, uma União Bancária e uma União de Mercados de Capitais possibilitarão o surgimento de uma União de Mercados Financeiros integrados e eficientes. Para tal, o enfoque deve ser colocado no aumento do financiamento global da economia, e não em efeitos de substituição de fontes de financiamento (nomeadamente na redução do financiamento bancário).

Mercados de capitais líquidos e eficientes possibilitarão, a prazo, o aumento do volume de crédito bancário (mesmo que a percentagem do financiamento bancário em função do financiamento total diminua), em particular se a utilização dos mercados de capitais for direccionada para suprir lacunas de financiamento (designadamente a insuficiência de capitais próprios e o financiamento em estágios iniciais do ciclo de vida das empresas), e se forem evitadas, distorções de concorrência decorrentes de actividades não reguladas ou supervisionadas ao nível do designado “sistema bancário paralelo”. Os benefícios para a economia em geral associados a efeitos multiplicadores desejáveis, entre o financiamento obtido através do recurso ao sistema bancário e complementarmente através dos mercados de capitais, dependerão, contudo, em grande medida da calibragem dos requisitos regulamentares aplicáveis às instituições de crédito, em particular no que respeita a requisitos de capital e de liquidez, cujo impacto sobre a economia deverá ser regularmente avaliado.

Relativamente aos temas suscitados no Livro Verde, cumpre salientar, nomeadamente, os seguintes aspectos:

a) Existência de um vasto leque de empresas, com necessidades e condições de financiamento distintas

O conceito de PME abrange um universo muito lato de realidades empresariais cujas necessidades de financiamento não são devidamente consideradas no Livro Verde. Em termos gerais, podem ser identificadas duas tipologias marcadamente distintas de PME: (i) um número reduzido de empresas com dimensão e grau de desenvolvimento suficiente para poderem aceder ao mercado de capitais, (ii) e um elevado número de empresas (muitas delas microempresas), relativamente às quais a intermediação bancária se assume ainda mais crucial, por razões relacionadas com a redução de assimetrias de informação, eficiência da avaliação e acompanhamento do crédito.

A economia Europeia - e a economia Portuguesa em particular – são dominadas por PMEs. Tal deve-se não só a razões históricas e culturais, mas a um enquadramento que desencoraja a expansão e a alienação do controlo empresarial.

b) Melhoria do acesso das PME a fontes de financiamento

Actualmente subsiste uma **procura de crédito escassa** por parte das PME, sendo o acesso ao crédito por parte de muitas empresas condicionado por fragilidades ao nível da **autonomia financeira, solidez de balanço, transparência contabilística** e apresentação de “**business plans**” credíveis.

O acesso das PME aos mercados de capitais requer maior **transparência sobre a sua situação económico-financeira** e maior **regularidade na prestação de informação**. Neste âmbito, assumem particular relevo (i) a existência de informação contabilística fiável, transparente e comparável; (ii) projectos de *credit scoring* – como o projecto *Anacredit* do BCE; (iii) a possibilidade de acesso a informação de autoridades fiscais (iii) o desenvolvimento de repositórios de informação centralizados; e (iv) a promoção de actividades de *research* (e não o seu desincentivo como sucede com a DMIF II que ao tratar as actividades de *research* como benefícios não-monetários, limita o seu potencial de utilização).

c) Criação de um enquadramento regulatório adequado à prossecução da actividade bancária

É essencial criar um enquadramento regulatório adequado ao desenvolvimento da actividade bancária, 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 constituem significativos entraves ao financiamento da economia.

A banca constitui o coração do sistema económico europeu. O seu pulsar é determinante para o bem-estar dos cidadãos, das empresas, das instituições. Os bancos têm historicamente sido a principal fonte de financiamento na Europa, com os mercados de capitais a apresentarem um papel muito secundário.

Devido ao novo quadro regulatório, nomeadamente aos requisitos de capital e de liquidez muito mais exigentes, ao reforço dos modelos e práticas de avaliação de risco, ao aumento do custo do financiamento bancário e à deterioração da situação económico-financeira das empresas e correspondente aumento do incumprimento, a par do processo de desalavancagem a que tiverem de proceder, os bancos depararam-se (designadamente entre finais de 2011 e o primeiro semestre de 2013) com limitações no que respeita à possibilidade de concessão de crédito - crucial para a existência de um sistema financeiro robusto e rentável, bem como para o desenvolvimento da economia. Uma das consequências do agravamento das restrições regulatórias traduziu-se, ainda, na redução do financiamento em condições concorrenciais a nível europeu, sobretudo às PME - empresas em que poucos investidores institucionais investem, por razões legais ou de eficiência.

Importa reflectir e avaliar o impacto das imensas medidas (traduzidas em directivas, regulamentos, deliberações, leis, avisos), implementadas ou em vias de implementação, sobre a economia e sobre a capacidade dos bancos de a financiarem em condições de preço não demasiado gravosas.

d) Revitalização do mercado de titularizações de créditos

Sem prejuízo das 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 da estrutura temporal de activos e passivos, as operações de securitização, após o início da crise financeira internacional, registaram um decréscimo significativo, em grande

medida devido ao estigma gerado em torno das securitizações, no decurso da crise do *subprime* registada nos E.U.A. É necessário assegurar um equilíbrio adequado entre (i) o tratamento de operações de securitização estruturalmente arriscadas e (ii) a penalização excessiva de operações simples, padronizadas e transparentes. Para a recuperação do mercado de securitizações é necessário proceder-se a uma **revisão da *framework* de requisitos de capital**, não apenas em termos de simplicidade e transparência, mas também ao nível dos seus princípios fundamentais que, são actualmente, caracterizados por um elevado nível de conservadorismo. A referida *framework* deve ser revista no sentido de resolver os seguintes constrangimentos:

- i. Na abordagem *standard* de requisitos de capital, verifica-se uma excessiva dependência de notações de risco externas, que têm sido bastante conservadoras desde a crise iniciada em 2008 e se baseiam, ainda hoje, em metodologias pouco transparentes;
- ii. Ausência de neutralidade entre os requisitos de capital do instrumento de securitização e os requisitos de capital dos activos subjacentes a esse instrumento. O ponderador de risco médio dos instrumentos de securitização (entre 20% e 1250%) é, em diversos casos, várias vezes superior ao ponderador de risco que seria aplicável aos activos subjacentes (efeito multiplicador). Esta não-neutralidade de requisitos representa um paradoxo na medida em que o efeito de diversificação obtido através de um instrumento de securitização, não existe no caso de um investimento individual; e
- iii. A diferença entre o ponderador de risco médio das diferentes abordagens de cálculo de requisitos de capital (abordagem *standard* vs. abordagem da fórmula regulamentar), para posições equivalentes, é significativamente maior que a diferença observada entre a abordagem *standard* e a abordagem baseada em notações internas, para outras classes de risco (por exemplo nos segmentos de retalho e empresas). Esta situação não promove um nivelamento entre bancos mais e menos sofisticados, quer ao nível da U.E., quer dentro de cada Estado-Membro, e pode criar situações nas quais, a mesma *tranche* de titularização (com o mesmo nível de risco), detida por dois bancos distintos (um que utiliza uma abordagem *standard* e outro que usa modelos internos), é ponderada pelo risco de forma bastante diferente.

Uma solução para resolver os constrangimentos acima referidos poderá passar pela adopção de uma fórmula de cálculo de requisitos de capital simplificada, baseada num conjunto de factores de risco, publicados no prospecto da titularização, e actualizados periodicamente.

e) Atenuação dos impactos da reforma estrutural do sector bancário da U.E.

A reforma estrutural do sector bancário da U.E. que se encontra em vias de implementação, deve ser cuidadosamente ponderada, de forma a diminuir o **impacto das medidas de separação ao nível da redução de liquidez e aumento de custos**, quer para as instituições de crédito, quer para os consumidores de produtos financeiros. As actividades de fomento de liquidez (“*market making*”) devem ser preservadas. No que respeita à negociação por conta própria, o foco deve ser a criação de regras de segregação robustas, ao invés da proibição absoluta da actividade de negociação por conta própria.

f) Equilíbrio da procura, oferta e fluidez do colateral

O termo “colateral”, tem vindo a ganhar uma importância crescente no âmbito dos mercados financeiros e da actividade do sector bancário, em grande medida devido às crescentes exigências regulatórias e à mudança para um paradigma onde o financiamento só ocorre se existirem garantias reais (sejam elas bens físicos e/ou colaterais financeiros).

Actualmente, regista-se um **aumento da procura de colateral**, devido, essencialmente, a três factores: (i) aos requisitos de liquidez associados a Basileia III; (ii) aos novos requisitos de margem exigidos em transacções em derivados e (iii) à mudança de paradigma para a concessão, quase exclusivamente, de empréstimos colateralizados. Em resultado, a procura de activos de elevada qualidade e de elevada liquidez está a aumentar de forma significativa porque (i) os bancos têm de aumentar os seus *buffers* de liquidez; (ii) quem concede crédito exige mais e melhores garantias reais; e (iii) os requisitos de margem têm aumentado, devido à volatilidade acrescida que se tem registado nos mercados financeiros.

Apesar da oferta de colateral também estar a aumentar - nomeadamente devido ao crescente recurso aos mercados de capitais por parte dos estados soberanos e das empresas na Europa - começa a existir um **diferencial**, cada vez mais expressivo **entre o stock de colateral** e o **stock de colateral efectivamente possível de ser utilizado**. Tal sucede porque existe uma cada vez maior percepção de risco de crédito e os requisitos de

elegibilidade do colateral (sejam eles regulamentares ou definidos pela prática de mercado) são cada vez mais exigentes.

Mas, ainda mais preocupante, é a esperada acentuada **redução da fluidez de colateral** que se perspectiva devido a diversos factores, nomeadamente (i) o *Leverage ratio* de Basileia III que torna os balanços dos bancos cada vez mais onerosos, fazendo com que operações com margens baixas (mas essenciais) como as operações de reportes se tornem cada vez menos atractivas; (ii) o impacto do Imposto sobre as transacções financeiras (ITF); (iii) a Proposta de Regulamento das SFTs que vai tornar mais onerosa a realização de empréstimos e de reportes e vai introduzir fortes restrições à reutilização do colateral; e (iv) os requisitos de margem acrescidos, associados à obrigação de compensação de derivados OTC estandardizados através de contrapartes centrais, conforme exige o EMIR.

O aumento da procura de colateral tenderá a gerar desequilíbrios (temporários mas significativos) entre a procura e oferta de colateral, caso se verifiquem restrições à circulação (fluidez) do colateral. Uma medida importante neste domínio é, conforme defendido pelo European Financial Market Lawyers Group, a **adopção de uma Directiva do Colateral**, para melhorar a eficácia legal das disposições associadas à utilização do colateral e concomitantemente a sua fluidez.

g) Reforço da regulação e supervisão do sistema bancário paralelo

O desenvolvimento de fontes de financiamento complementares ao financiamento bancário é indissociável do projecto de criação da União de Mercados de Capitais. Contudo, **actividades análogas às actividades de entidades bancárias, devem ser sujeitas ao princípio “mesmos riscos, mesmas regras”**. Estas actividades acarretam riscos para o sistema financeiro, dada a sua actual dimensão e o facto de não estarem sujeitas a adequada supervisão, tanto a nível prudencial, como a nível comportamental, sendo, por isso essencial, o reforço da regulação e supervisão do sistema bancário paralelo, com rigor semelhante ao exigido ao sector bancário.

h) Revisão detalhada, sistemática e holística do quadro regulamentar dos mercados financeiros

Uma revisão detalhada e sistemática do quadro regulamentar aplicável aos mercados financeiros, numa base holística (transsectorial a todas as entidades de supervisão) constitui um pilar fulcral da criação de uma União de Mercados de Capitais. Essa revisão,

embora atendendo aos objectivos específicos das diferentes disposições legais e regulamentares existentes, deve identificar casos de duplicação, bem como lacunas e conflitos. Uma abordagem bem-sucedida deve centrar-se na **racionalização de iniciativas legislativas**, assegurando um maior grau de harmonização entre os diferentes quadros jurídicos e regulamentares existentes na U.E., **gerindo e mitigando riscos substanciais**, ao invés de tentar eliminar o risco por completo. A **adoção de um *European Single Rule Book*** equilibrado, por seu turno, permitirá garantir condições de concorrência mais equitativas para todos os intervenientes nos mercados de capitais. A **sobregulamentação (*gold-plating*) deve ser evitada**, uma vez que é contrária à criação de um verdadeiro projecto de mercado único de capitais. O **princípio da proporcionalidade** deve constituir um pilar da União de Mercados de Capitais.

i) Redução da dependência de notações de risco externas

A redução efectiva da dependência de notações de risco externas tem de ser alcançada. Os *ratings*, desde o início da crise, tornaram-se problemáticos na Europa, devido à actuação das agências de notação de risco. Os problemas mais prementes estão relacionados com (i) a volatilidade das notações de risco, devido a alterações metodológicas, estabelecimento de *caps* face ao *rating* soberano e a contrapartes; (ii) falta de transparência dos procedimentos e metodologias de notação de risco; e (iii) inconsistência com as avaliações de risco consideradas para efeitos regulatórios.

j) Preservação da inovação financeira

É crucial reconstruir e fortalecer a confiança dos consumidores de serviços financeiros salvaguardando, simultaneamente, a preservação da inovação, traduzida na capacidade do sector financeiro em oferecer produtos adaptados às necessidades específicas dos consumidores. **Iniciativas de padronização excessiva**, no âmbito do chamado "mercado único dos serviços financeiros de retalho", **assumem-se desnecessárias e indesejáveis**. **Soluções de mercado** voltadas para as especificidades de cada Estado-Membro e para as necessidades específicas dos seus consumidores **devem prevalecer** sobre iniciativas legislativas de abrangência geral (denominadas "*one-size-fits-all*").

k) Desenvolvimento dos mercados de *private equity* e *venture capital*

Neste domínio importa salientar as virtudes de iniciativas público/privadas, nomeadamente através da utilização de fundos de fundos que possibilitam, simultaneamente, o aumento dos montantes sob gestão e a obtenção de massa crítica e a segmentação da atractividade do investimento para investidores com diferentes perfis, ao nível do binómio rendibilidade-risco.

l) Recuperação da confiança e das intenções de investimento

A **estabilidade do enquadramento político, económico e institucional na U.E.** assume-se determinante para a recuperação da confiança e das intenções de investimento. O projecto de criação da União de Mercados de Capitais deve actuar ao nível da redução da incerteza e dos sentimentos de desconfiança, alterando o clima de aversão ao risco. Nesse sentido, deverão ser incentivados **mecanismos de mitigação de risco** (como o Fundo Europeu de Investimentos Estratégicos), de forma a possibilitar investimentos que não se encontrem limitados ao nível de “*investment grade*”, nomeadamente em países da periferia da Europa, mas que exijam taxas de remuneração esperadas consistentes com as perspectivas de crescimento económico desses mesmos países. Ao nível dos mercados de capitais propriamente ditos é indispensável assegurar a **transparência, liquidez e redução de custos de transacção**, dos mesmos, para que exista confiança dos investidores, e seja adoptada uma maior propensão para investimentos responsáveis - embora de maior risco - nos mercados accionistas, visando a colmatação da reconhecida insuficiência de capitais próprios na Europa.

m) Estabilidade do enquadramento fiscal e redução de assimetrias

Uma das principais barreiras ao estabelecimento da União de Mercado de Capitais, que ainda não foi implementada, mas que seguramente irá limitar a sua eficiência, é o **Imposto sobre as transacções financeiras (ITF)**.

O ITF, mesmo que limitado a 11 Estados-Membros, terá **efeitos bastante negativos sobre investidores, produtos, actividades e transacções** o que, em nosso entender, claramente demonstra que o imposto irá cercear a possibilidade de atingir o objectivo de estabelecer uma união de mercados de capitais eficiente.

Para além disso, o estabelecimento do imposto apenas em alguns países da União Europeia implicará necessariamente a **transferência de actividades e transacções** para outros

Estados-membros da União Europeia que não tenham estabelecido o imposto ou para outros centros financeiros internacionais.

Entre outros, serão afectados negativamente pelo ITF:

- i. Os fundos de investimento e os fundos de pensões, que assumem um papel de grande relevo no investimento e poupanças dos pequenos investidores, quando a tutela destes últimos é apresentada precisamente como uma das principais preocupações do Livro Verde;
- ii. A dívida soberana, que será tributada no mercado secundário, o que significa menos liquidez nos mercados de dívida pública e aumento da procura de produtos de curto prazo em detrimento de produtos com maturidades mais longas;
- iii. Aumento dos custos de financiamento para o sector público e para o sector privado nos Estados Membros que implementem o ITF, uma vez que os emitentes de dívida terão que oferecer taxas de rendimento superiores para compensar o imposto a ser pago pelos subscritores da emissão em caso de futura venda desses produtos em mercado secundário;
- iv. Aumento de custos relacionados com a constituição de garantias e a actividade de gestão de risco, o que contraria os objectivos estabelecidos no Livro Verde;
- v. Aumento dos custos relacionados com actividades de fomento de liquidez de mercados (*market making*), o que significa que o ITF poderá afectar negativamente a liquidez dos mercados de dívida pública;
- vi. Transferências temporárias de instrumentos financeiros, incluindo as actividades de empréstimo de valores mobiliários e operações de reporte, o que significa que estas transacções serão muito provavelmente substituídas por empréstimos não garantidos;
- vii. Actividades de gestão de activos, na medida em que o gestor de activos executa transacções por conta de clientes e, apesar de não ter qualquer benefício económico directo das mesmas (para além das comissões que cobra pela prestação dos seus serviços), terá de pagar imposto como se fosse o beneficiário das transacções; e

- viii. Operações de compra e venda e troca de acções no contexto de ofertas públicas de aquisição (voluntárias ou obrigatórias) de acções de empresas cotadas em bolsa, já que o ITF irá afectar necessariamente o valor da contrapartida, tornado esse tipo de ofertas, por um lado, menos atractivo para o adquirente, já que os custos da aquisição irão aumentar e, por outro, para os accionistas minoritários, que irão receber um preço de saída mais baixo.

A **remoção de barreiras fiscais** relacionadas com a complexidade administrativa e custos de obtenção de isenções fiscais, bem como a simplificação dos mecanismos de colecta de imposto assume uma importância crucial para a dinamização do investimento transfronteiriço no domínio dos mercados de capitais.

n) Revisão da Directiva do Prospecto

A revisão da Directiva do Prospecto deve **agilizar o processo de recolha de capitais junto do público** por parte das empresas (nomeadamente PME), **assegurando simultaneamente uma protecção eficaz dos investidores**. Relativamente ao processo de aprovação do prospecto é entendimento dos nossos Associados que a responsabilidade deve recair sobre o regulador nacional, considerando os seguintes aspectos: (i) o facto do regulador nacional tender a estar mais informado sobre a situação do país e das especificidades da entidade emitente (que permite que o prospecto contenha informação completa e relevante, assegurando uma maior protecção dos investidores); (ii) a possibilidade do prospecto continuar a ser redigido em língua portuguesa; (iii) a existência de menores custos de emissão decorrentes da utilização de serviços de apoio jurídico de âmbito exclusivamente nacional.

o) Restabelecimento da função contra cíclica de seguradoras e fundos de pensões

A histórica função contra cíclica de seguradoras 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 e em activos de elevada qualidade creditícia**. Importa facilitar a utilização da liquidez excedentária deste tipo de investidores, por exemplo no financiamento estável das PMEs, através da revisão da carga regulatória que limita fortemente as suas políticas de investimento.

p) Outros aspectos, a considerar no âmbito do projecto da criação da União de Mercados de Capitais, envolvem:

- i. **Medidas ao nível do direito das sociedades e da insolvência:** O enquadramento destas matérias resulta da adopção de diferentes soluções jurídicas que resultam da história legal, da cultura e das práticas de mercado de cada Estado-Membro. Em resultado, os quadros legais caracterizam-se por uma acentuada diversidade e complexidade. A harmonização de aspectos como os **direitos dos accionistas**, o **governo das sociedades**, a **subordinação dos direitos dos credores** e os **procedimentos operacionais de insolvência** são susceptíveis de assumir particular relevância no âmbito do projecto da União de Mercados de Capitais. Contudo, esforços de harmonização nestes domínios levarão um tempo considerável a ser implementados, pelo que deverão ser considerados como desejáveis, mas não imediatamente necessários para a efectivação da União de Mercados de Capitais.
- ii. **Actuação das entidades de supervisão europeias:** O mandato conferido às entidades de supervisão europeias (EBA, ESMA e EIOPA), permite que as mesmas desempenhem um papel regulatório importante, quer pela **elaboração de normas técnicas regulatórias e de implementação** (RTS e ITS), quer pela elaboração de “soft-law” (**orientações e recomendações**). Contudo, a experiência europeia recente apresenta inúmeros exemplos de actuações das entidades de supervisão que se revelaram inconvenientes para o normal funcionamento dos mercados. A forma desordenada como decorreu a elaboração e implementação do Regulamento (UE) n.º 648/2012, do relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções (vulgarmente designado pelo acrónimo EMIR) constitui um exemplo do que não deve ser feito. Acresce que a **consistência (uniformização) de práticas de supervisão** entre as diferentes entidades ainda apresenta uma margem de progressão assinalável.
- iii. **Literacia financeira:** A melhoria da literacia financeira, quer **de investidores**, quer **de empresas** (em particular de PME) na U.E. permitiria aos primeiros compreender melhor o funcionamento dos mercados de capitais (nomeadamente os seus riscos) e aos segundos obter informação sobre as vantagens e desvantagens das várias alternativas de financiamento disponíveis.

- iv. **Identificação transfronteiriça dos accionistas:** a capacidade das entidades emitentes procederem à identificação dos seus accionistas independentemente do Estado-Membro onde os mesmos se encontram domiciliados carece de esforços de harmonização de procedimentos e relatórios padronizados de troca de informações, de forma a diminuir os riscos associados à opacidade de estruturas accionistas e a melhorar o governo das sociedades. Actualmente, na generalidade dos Estados-Membros existem modelos eficientes de identificação de accionistas nacionais. Contudo, não existe nenhum modelo europeu que possibilite a uma entidade emitente a identificação dos seus accionistas em todo o espaço europeu.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

**Comissão de Orçamento, Finanças e
Administração Pública
Assembleia da República
a/c Exmo. Senhor
Dr. Eduardo Cabrita
M. I. Presidente da COFAP
Palácio de São Bento
1249-068 LISBOA**

Lisboa, 15 de Abril de 2015

Antecipadamente remetida por e-mail: comissão-orcamento@ar.parlamento.pt

**Assunto: Livro Verde – Construção de uma União dos Mercados de Capitais
[COM(2015) 63I]**

Exmo. Senhor Presidente,

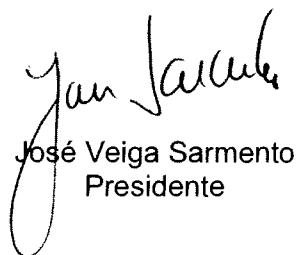
No âmbito do “*Livro Verde – Construção de uma União dos Mercados de Capitais*” e no seguimento do convite dirigido por V. Excelência a esta Associação, no sentido de se pronunciar sobre o mesmo, vem a APFIPP submeter à elevada consideração da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública, o seu contributo, que agrega o das Sociedades Gestoras suas Associadas.

A APFIPP agradece o interesse demonstrado pelo seu entendimento sobre o tema e encontra-se, naturalmente, disponível para prestar qualquer informação ou esclarecimento adicional que se considere útil sobre o documento em apreço.

Com os nossos melhores cumprimentos.



Fernando Coelho
Membro da Direcção



José Veiga Sarmiento
Presidente

ANEXO: o mencionado.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

ANEXO

Contributos da APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios para o processo de consulta sobre o Livro Verde a respeito da Construção de uma União dos Mercados de Capitais [COM(2015) 63]:

A. Prioridades de acção rápida:

1) Para além dos cinco domínios prioritários de acção a curto prazo, quais os outros domínios que devem ser prioritários?

No âmbito da criação de uma União dos Mercados de Capitais a nível europeu, a APFIPP considera existirem outros domínios prioritários, de acção a curto prazo, para além dos 5 identificados no Livro Verde, dos quais destaca:

- **Criação de um certificado de qualidade para instrumentos do mercado monetário não cotados:** Os instrumentos do mercado monetário não negociados em mercado regulamentado, são considerados elegíveis para as carteiras dos Fundos UCITS (ou Harmonizados), desde que verifiquem as condições expressas no artigo 50.º(1)(h) da Directiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, diploma que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM).

Os Fundos UCITS ou, de acordo com a nomenclatura nacional, Fundos OICVM, são um importante investidor europeu em instrumentos do mercado monetário e desempenham um papel essencial no financiamento de curto prazo das empresas, em particular, das PME.

Assim, para que haja uma maior intervenção dos Fundos no mercado monetário, designadamente nos instrumentos de dívida de curto prazo emitidos pelas empresas, como é o caso do Papel Comercial, é essencial garantir que as emissões por elas efectuadas cumprem as exigências que as tornam elegíveis para as carteiras, de acordo com as normas europeias. Só garantindo, à partida, um conjunto alargado de investidores em instrumentos de dívida de curto prazo das empresas é que se fomenta que essas mesmas empresas recorram a esse tipo de instrumentos para se financiarem, em alternativa aos tradicionais empréstimos bancários.

Nesse sentido, sugere-se que os Reguladores europeus, quando aprovem estas emissões de dívida de curto prazo, verifiquem se as mesmas cumprem os

requisitos exigidos pela Directiva UCITS e permitam a utilização, nos respectivos prospectos, de uma “chancela” que evidencie esse facto.

- **Desenvolvimento das Pensões Privadas na Europa:** Tal como evidenciado no Livro Verde, os Fundos de Pensões são importantes investidores com capacidade para desempenhar um papel muito relevante, tanto no financiamento das PME's, como de projectos de investimento de longo prazo, como sejam as infraestruturas. Assim, consideramos que o desenvolvimento de um mercado de pensões privadas é fundamental para um melhor funcionamento dos mercados de capitais e, por essa via, para o crescimento económico. Este desenvolvimento é, igualmente, importante, na medida em que permitirá aos actuais trabalhadores acumularem uma poupança adicional para utilizarem na reforma, o que se revela tão mais urgente quanto é cada vez mais diminuta a sustentabilidade dos sistemas públicos de pensões de grande parte dos países da UE, com os Governos a verem-se na obrigação de ou cortar nos benefícios anteriormente prometidos e/ou aumentar a idade da reforma.

É fundamental, em primeiro lugar, educar os cidadãos para a necessidade de poupar para a reforma mas, como essa consciencialização leva tempo, é necessário implementar incentivos adequados, nomeadamente de natureza fiscal, para que essa poupança seja efectivamente constituída, quer pelos próprios indivíduos, quer pelas suas entidades empregadoras.

Em Portugal, as pensões de natureza ocupacional (2º Pilar) são praticamente inexistente sendo certo, porém, que muitos dos Fundos que ainda hoje existem foram constituídos logo no início da criação deste mercado, quando os incentivos fiscais atribuídos levaram muitas empresas a estabelecer planos de pensões para os seus colaboradores. A taxa de crescimento então observada (quer em número de Fundos quer de montantes sob gestão) não mais voltou a ser observada desde que os benefícios foram retirados.

Um mercado forte de pensões é também importante porque permite canalizar recursos para a economia.

Adicionalmente, e esta é uma característica que não é muito frequente em Portugal mas que é recorrente noutros mercados, pela dimensão que atingem, os Fundos de Pensões conseguem ter capacidade de monitorização activa da gestão das empresas, levando-as a serem mais transparentes na gestão e a adoptar as melhores práticas de *corporate governance*, o que acaba por beneficiar desde logo as empresas e os seus investidores, contribuindo para o crescimento da economia.

Considera-se, assim, essencial estabelecer condições e incentivos (voluntários ou mandatários) que mobilizem as entidades patronais a constituir e financiar planos de pensões a favor dos respectivos trabalhadores.

Com um mercado de Fundos de Pensões robustos, a disponibilidade de montantes para investir nos mercados de capitais é, seguramente maior, além de que o perfil de longo prazo das responsabilidades assumidas por estes instrumentos, lhes permite canalizar parte desses recursos para segmentos onde o financiamento, por exigir a imobilização por um horizonte de tempo mais alargado, é mais escasso, como sejam sobretudo os casos já mencionados de financiamento das PME (quer ao nível da participação no capital, quer ao nível da emissão de dívida de longo prazo) e de infraestruturas.

- **Promoção da Literacia Financeira:** A Literacia Financeira é um vector que não pode ser esquecido ou ignorado e deverá constituir, também, uma prioridade.

O desenvolvimento da cultura financeira dos cidadãos é fundamental para que os mesmos possam tomar decisões económicas/financeiras conscientes e bem fundamentadas.

Cidadãos financeiramente informados compreendem melhor os benefícios da diversificação dos investimentos e percebem, mais facilmente, que para obterem retornos mais elevados terão que incorrer em maiores riscos.

Os indivíduos devem perceber as vantagens de poupar, especialmente, num contexto de longo-prazo, de modo a poderem assegurar um nível de vida digno quando terminarem a sua actividade profissional, e entender que a canalização dessas poupanças para investimentos no mercado de capitais poderá potenciar os respectivos retornos.

2) Que outras medidas em matéria de normalização e disponibilização da informação sobre a solvabilidade das PME poderiam favorecer o mercado de financiamento das PME e de capital de arranque e alargar a base de investidores?

Conforme referido anteriormente, relativamente a instrumentos do mercado monetário não cotados, emitidos por PMEs, designadamente papel comercial, considera-se essencial que os Reguladores, aquando da aprovação dessas emissões, verifiquem que estão cumpridos os requisitos previstos na Directiva UCITS e permitam a utilização de um “selo de elegibilidade” nos respectivos prospectos que ateste a sua conformidade para investimento por Fundos Harmonizados (OICVM).



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

Por outro lado, para que as PME possam financiar-se nos mercados financeiros através da emissão de instrumentos de dívida, considera-se necessário flexibilizar e facilitar as suas condições de acesso aos mercados financeiros, reduzindo, ao mínimo, os custos de contexto associados, de modo a que os encargos com a emissão e as exigências daí decorrentes não sejam, de facto, um impedimento.

Devem, por isso, flexibilizar-se as condições a cumprir pelas PME na emissão de instrumentos de dívida, nomeadamente padronizando a informação a prestar pelas empresas, limitando ao mínimo, em termos de complexidade e custos de obtenção, a informação que estas têm que prestar aos supervisores e aos mercados.

Em simultâneo, e apesar desta flexibilização, é necessário assegurar que a informação prestada aos investidores contenha todos os elementos fundamentais para que estes possam adequadamente efectuar uma avaliação de risco da empresa e respectivas emissões de dívida. Essa informação deve ser regular, transparente, verdadeira e suficiente, havendo toda a vantagem em que seja prestada de forma standardizada, o que facilita a análise por parte dos investidores e a comparação entre os diversos emitentes e entre as respectivas emissões. É aqui que o papel das Instituições Financeiras se deverá fazer sentir, facultando os serviços de apoio ao lançamento e acompanhamento de instrumentos de dívida.

De qualquer forma, é essencial encontrar o ponto de equilíbrio em matéria de informação regular a prestar aos investidores, de tal forma que não seja demasiado oneroso para as empresas e, simultaneamente, os investidores se sintam confortáveis no investimento que estão a efectuar.

Adicionalmente, e uma vez que diversos tipos de investidores enfrentam constrangimentos em relação às aplicações em activos sem notação de *rating* ou que não se encontrem admitidos à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, devem ser criados incentivos e mecanismos que facilitem a listagem dos instrumentos financeiros (quer dívida, quer capital) emitidos pelas PMEs.

3) Como apoiar os FEILP, com vista a incentivar a sua utilização?

A APFIPP reconhece o elevado potencial deste novo enquadramento jurídico, que irá permitir a canalização de capitais para o financiamento de empresas e projectos de infraestruturas, alterando, em grande medida, o paradigma de investimento existente e fomentando as aplicações de longo prazo.

Crê-se, no entanto, que os Fundos Europeus de Investimento a Longo Prazo (FEILP) só conseguirão desempenhar um importante papel neste domínio e constituir uma efectiva fonte de dinamização do financiamento do tecido económico europeu se os



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

interesses e necessidades dos investidores forem devidamente salvaguardados e se forem criados incentivos que reforcem a respectiva atractividade.

A Associação considera que a implementação de medidas fiscais adequadas poderá constituir o factor chave do sucesso destes instrumentos de investimento colectivo. O interesse que poderá despertar, particularmente junto dos investidores de retalho, dependerá, em larga medida, dos benefícios fiscais que lhe possam estar associados.

Em linha com o mencionado na resposta à questão 21) deste Livro Verde, importa ainda referir que tributar instrumentos que são essenciais no longo prazo, leva os investidores a optarem por produtos de curto prazo, condicionando a sua implantação e desenvolvimento. A prática tem demonstrado que os aforradores só estarão disponíveis para imobilizar o seu investimento durante um período longo, se tiverem acesso a rendibilidades que o justifiquem ou incentivos fiscais que compensem esta imobilização. É, pois, nestes dois eixos que se deve reflectir e implementar medidas se se pretende a canalização das poupanças para estes veículos de investimento.

O desenvolvimento dos FEILP depende, assim, do interesse dos investidores neste tipo de instrumentos. É importante salvaguardar que mantêm alguma liquidez, apesar da natureza de longo prazo dos seus activos, ao mesmo tempo que poderão ter que se alterar algumas regras de potenciais investidores como empresas de seguro e Fundos de Pensões, nomeadamente no que respeita a regras de solvência. É, aliás, fundamental que a avaliação dos FEILP tenha em conta que são activos de muito longo prazo.

A instituição de regimes semelhantes ao dos REITS poderá ser vantajosa, com a negociação em bolsa dos FEILP, e a obrigatoriedade de distribuição anual de rendimentos, sempre associada à existência de incentivos fiscais, como atrás referido.

A título de exemplo, cita-se o caso das BDC americanas (Business Development Companies) que são, na realidade, Fundos Fechados constituídos ao abrigo da legislação americana que visam providenciar financiamento para empresas não cotadas e PME's, seja através de empréstimos, seja através de participação no capital dessas empresas. Este tipo de veículos tem conhecido um rápido desenvolvimento nos tempos mais recentes, não só fruto das maiores restrições que as empresas encontram em obter financiamento bancário, mas também porque os investidores reconhecem nestes instrumentos a possibilidade de obter rendimentos acima da média. Deve-se destacar que estes instrumentos beneficiam de isenção total de tributação em relação aos rendimentos que geram, desde que cumpram um conjunto de condições, nomeadamente a distribuição de um mínimo de 98% do seu rendimento anual (mantendo-se a tributação na esfera dos seus investidores).



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

A maioria dos BDC's são transaccionados em Bolsa, o que é mais um factor de atractividade, pois garante um mínimo de liquidez para os investidores. Dados de final de Outubro indicam que existem mais de 50 BDC's nos EUA, com um volume sob gestão superior a 35 mil milhões de USD.

A este respeito, a Associação salienta como muito positivo o princípio orientador da medida adoptada, recentemente, pelo Governo português, no âmbito da reforma do IRS, relativamente a incentivos à poupança de longo-prazo.

Em concreto, verificou-se, no Estatuto dos Benefícios Fiscais, a introdução de um novo artigo 20.º - A, que veio alargar, aos rendimentos derivados da remuneração de depósitos ou de quaisquer aplicações em instituições financeiras ou de títulos de dívida pública, as regras aplicáveis aos seguros de capitalização, passando aqueles a usufruir, desde que cumpridas determinadas condições (ex: imobilização do investimento por um período mínimo de 5 anos), de um regime de tributação a taxas regressivas, de acordo com o período de permanência do investimento.

A Associação acredita que a criação deste tipo de incentivos, não só ao nível dos FEILP, mas também, e designadamente, no contexto mais abrangente dos Fundos de Investimento, contribuirá de forma decisiva para a dinamização da poupança de longo prazo, canalizando o interesse dos investidores de retalho para estas aplicações financeiras.

4) Qual a necessidade de uma acção da UE para apoiar o desenvolvimento dos mercados de colocações privadas para além do apoio aos esforços ditados pelos mercados para acordar normas comuns?

(Nenhuma sugestão)

B. Medidas destinadas a desenvolver e a integrar os mercados de capitais:

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

Existem diversas formas de melhorar o acesso ao financiamento e encaminhar os fundos para os que deles necessitam. Destacam-se, seguidamente, algumas medidas que poderão contribuir para esse objectivo:

- Conforme referido na resposta à questão 1) do Livro Verde, a Literacia Financeira dos investidores particulares é um factor chave para a canalização das respectivas poupanças para o mercado de capitais.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

- Relativamente às PME existem, também, outras intervenções que consideramos que poderão ser positivas. A maioria das PME, pelo menos em Portugal, actua num contexto de elevada interdependência entre a esfera pessoal e profissional, observando-se a existência de um número elevado de empresas familiares que receiam perder a liderança e controlo do próprio negócio. A sucessão familiar afigura-se, no nosso entender, um factor favorável à manutenção das aplicações financeiras tradicionais, como é o caso dos depósitos bancários, e dificulta o desenvolvimento de outras alternativas oferecidas pelos mercados de capitais.

Considera-se essencial que as empresas, especialmente as PME, disponham de recursos humanos financeiramente qualificados, que permitam estabelecer uma relação entre elas e o mercado de capitais, e que incentivem a adopção das melhores práticas no campo da prestação de informação ao mercado e de reporte contabilístico.

A constituição de um mercado de PME em crescimento, com regras mais flexíveis, no que se refere, por exemplo, à admissão à negociação, iria também desenvolver novas formas de financiamento para estas empresas.

- Ainda em relação às PMEs, considera-se importante a criação de novos instrumentos representativos do capital ou ainda de dívida de longo prazo, mais ajustados à realidade destas empresas (ex.: *mini-bonds*).

Adicionalmente, será necessário assegurar que o enquadramento legislativo/regulatório incidente sobre Fundos de Pensões e Empresas de Seguros não limita o seu investimento neste tipo de activos.

- Devem constituir-se apoios específicos para PME que pretendam aceder ao mercado de capitais, que passam, por exemplo, pela disponibilização de serviços de formação que permitam melhorar os respectivos sistemas organizacionais e financeiros, pela introdução de apoios que suportem a implementação das alterações necessárias para atrair novos investidores (planos de negócio, práticas de comunicação financeira, políticas de governação), ou ainda pela apresentação de PMEs a redes de investidores.
- É importante reduzir, ao mínimo, os custos de contexto associados ao acesso das PME ao mercado de capitais. A emissão, por parte das PME, de instrumentos de dívida, em particular, de longo prazo, é apenas possível se os custos de contexto relacionados com essas emissões forem substancialmente reduzidos. Este objectivo poderá ser alcançado, conforme referido no Livro Verde, mediante a revisão da Directiva dos Prospectos, com vista à harmonização de procedimentos e simplificação das informações divulgadas pelas PME.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

Como defendido atrás, esta simplificação não deve obstar a que as PME's divulguem a informação relevante necessária para que os investidores possam tomar uma decisão informada em relação a esse investimento.

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

A normalização é um factor crucial na promoção de uma maior liquidez nos mercados de obrigações das empresas.

Considera-se que este objectivo poderá ser alcançado através de uma acção regulamentar, mas só após a realização prévia de uma adequada análise de impacto, que demonstre que a implementação de uma nova legislação, nesta matéria, não acarreta custos de contexto adicionais, que poderão ter um efeito contrário ao que é pretendido, impedindo as empresas, sobretudo as PME de obter financiamento através dos mercados de capitais.

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

O Regulamento (UE) n.º 1286/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Novembro de 2014, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs), estabelece a obrigação de elaboração de um documento informativo pré-contratual, de acordo com um determinado formato e conteúdo, no sentido de dar a conhecer, aos potenciais investidores do segmento de retalho, as principais características e os riscos associados ao PRIIP e, desse modo, promover uma mais fácil comparação entre produtos e a tomada de decisões de investimento informadas.

O mencionado Regulamento prevê a inclusão no Documento de Informação Fundamental de um PRIIP de informação sobre "*os objetivos ambientais ou sociais específicos visados pelo produto*" (Artigo 8.º (3) (c) (ii)).

Tendo em consideração a natureza evolutiva da indústria de Gestão de Activos e de Fundos de Pensões, considera-se prematuro discutir a estandardização de processos



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

para além daquela que, no âmbito da divulgação de informação pré-contratual relativa ao investimento em produtos de retalho, decorre do Regulamento PRIIPs.

Considera-se, no entanto, que a Comissão Europeia poderá desempenhar um importante papel no desenvolvimento de investimentos ASG, informando os cidadãos sobre como/porquê este tipo de aplicações não afecta a *performance* e encorajando a investigação científica nesta área, através, por exemplo, da atribuição de bolsas e/ou prémios.

Ao nível do sector privado, sugere-se que a Comissão Europeia promova a elaboração de códigos de conduta que permitiriam aos gestores estabelecer *benchmarks* de actuação e que levem as empresas a alterar comportamentos em áreas onde a legislação é insuficiente.

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

A APFIPP considera existirem vantagens no desenvolvimento de uma norma de contabilidade comum a nível da União Europeia para as PMEs cotadas nos MTF.

A harmonização das regras contabilísticas aplicáveis às PME deverá basear-se nas actuais IFRS - *International Financial Reporting Standards*.

As referidas normas deverão, contudo, ser ajustadas à realidade das PMEs e apresentar um grau de complexidade menor, com vista à diminuição dos custos associados ao respectivo cumprimento.

Sugere-se, adicionalmente, que estes *standards* sejam implementados, se possível, de forma abrangente, nomeadamente abrangendo jurisdições fora da UE, de modo a alargar o leque de potenciais investidores de países terceiros.

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

(Nenhuma sugestão)

C. Desenvolver e diversificar as fontes de financiamento:

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

Os Fundos de Pensões são importantes investidores institucionais, financiadores dos agentes económicos, públicos e privados, estando ainda habilitados, pela sua natureza de instrumentos de poupança de longo prazo a investir também em activos com um horizonte de investimento/retorno mais longo, como start-ups, PME's, infraestruturas, etc.

A sua intervenção poderá ser dinamizada se os Estados Membros criarem verdadeiros estímulos à constituição de poupança privada para a reforma.

Conforme anteriormente referido, é essencial estabelecer condições e incentivos (voluntários ou mandatários) que levem as empresas a instituir e financiar planos de pensões a favor dos seus trabalhadores e, desse modo, ao desenvolvimento de um verdadeiro 2º pilar a nível europeu que é praticamente inexistente em Portugal.

Por outro lado, é igualmente importante desenvolver a poupança individual para a reforma, que permita aos cidadãos manter um nível de vida digno quando terminarem a sua actividade profissional.

Assim, num contexto de dinamização do fluxo de capitais para investimentos de longo prazo, e com vista à criação de um mercado único de capitais, para todos os 28 Estados-Membros, a Associação considera fundamental a criação de um produto europeu standardizado para a reforma, a comercializar em toda a União Europeia.

Nesse sentido, a APFIPP defende a constituição de um produto universal (criado sob a forma de Fundo de Investimento, Fundo de Pensões ou Seguro), que beneficie de incentivos fiscais adequados e cujo património sob gestão esteja limitado a rácios específicos de investimento.

Refira-se, no entanto, que o objectivo desta proposta não é a harmonização de todos os produtos de poupança existentes, mas sim a criação de um produto europeu, que possa ser disponibilizado a todos os cidadãos da União Europeia, em alternativa aos produtos de reforma nacionais e como complemento ao que lhes é prometido pelo 1.º pilar.

Neste contexto, apresenta-se, seguidamente, um resumo das características que a Associação considera serem a estrutura de um produto desta natureza:



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

- Regras de diversificação similares às dos Fundos UCITS: Esta característica permitiria o desenvolvimento de uma marca a nível europeu, como é o caso da dos Fundos UCITS (ou OICVM), mas com uma vocação específica para a reforma;
- Passaporte Europeu: Este produto deve beneficiar de um passaporte semelhante ao que existe para os Fundos UCITS que permita a sua comercialização em qualquer país da UE, independentemente do Estado-Membro em que tenha sido constituído;
- Longo Prazo: O reembolso ou acesso aos benefícios deste produto só será possível quando o Participante se reformar ou após atingir a idade normal de reforma (actualmente 66 anos, em Portugal);
- Universalidade: Poderá ser constituído sob a forma de um Fundo de Investimento, Fundo de Pensões ou Seguro, o que significa que poderá ser administrado por qualquer entidade habilitada a gerir estes produtos;
- Portabilidade: O valor investido poderá ser transferido, em qualquer momento, a pedido do cliente, e com um custo limitado, para qualquer outro produto que assuma esta tipologia, independentemente da sua natureza (Fundo de Investimento, Fundo de Pensões ou Seguro);
- Segurança: As regras em matéria de política de investimentos deverão privilegiar a mitigação do risco. Sendo um produto para a reforma, é fundamental que se assegure a existência de capital na data da reforma. Esta característica, aliada ao investimento de longo prazo será, certamente, um factor favorável à criação, por parte das Autoridades Públicas, de um regime específico de incentivos fiscais;
- Regime fiscal próprio: Este veículo de investimento deve ser totalmente isento e o participante, no momento do reembolso, será tributado no Estado da sua residência fiscal. Torna-se difícil imaginar que este produto tenha o almejado sucesso sem a constituição de adequados benefícios fiscais à saída. Não sendo permitido ao investidor, antes de atingir a reforma, o acesso às respectivas poupanças, é compreensível que, sem a existência de um incentivo de carácter fiscal, este tipo de aplicações seja preterida relativamente a outras soluções com maior liquidez;
- Activos elegíveis: Embora baseado nos princípios de diversificação estabelecidos para os Fundos UCITS, tendo em consideração as características específicas de longo prazo do produto, este instrumento de aforro deverá poder investir em activos de menor liquidez, tais como Fundos de Investimento Alternativo, Imóveis, PMEs, activos de longo prazo, como infraestruturas, bem



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

como outros activos não cotados. O investimento nestes activos com menor liquidez deverá estar sujeito a limites, embora os mesmos devam ser mais flexíveis do que os que se aplicam aos Fundos UCITS;

- Possibilidade de diferentes políticas de investimento e perfis de risco: Este produto poderá adoptar uma política de investimentos mais/menos complexa ou mais/menos arriscada, tendo em consideração o interesse e a idade dos respectivos participantes.

Em suma, a APFIPP acredita que o êxito deste produto, que é uma extensão do Plano de Poupança Reforma (PPR) português, será mais facilmente conseguido se o mesmo for simples, transparente e sujeito a mitigações específicas em termos de risco.

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

A questão da fiscalidade constitui ainda uma barreira para a existência de um verdadeiro mercado pan-europeu de Fundos de Investimento.

O mercado europeu de Fundos de Investimento permanece fragmentado, observando-se a coexistência, em diferentes jurisdições, de produtos similares, geridos pelas mesmas entidades gestoras ou por entidades do mesmo grupo, que apenas são comercializados nos países onde os Fundos se encontram domiciliados.

A Directiva UCITS IV desempenhou um importante passo neste domínio, promovendo o passaporte europeu das respectivas sociedades gestoras e permitindo, em particular, a fusão transfronteiriça e a criação de estruturas europeias designadas por *Master-Feeder Funds*.

Existem, no entanto, diversos modelos de tributação em toda a Europa, facto que condiciona o sucesso e o alcance das medidas preconizadas.

Outra questão relacionada com a comercialização de Fundos de Investimento na União Europeia prende-se com a Directiva 2014/65/UE do Parlamento e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, comumente designada por DMIF II.

O referido diploma europeu procede à revogação da Directiva 2004/39/CE e deverá ser transposto, pelos diversos Estados-Membros, até 3 de Julho de 2016, passando a aplicar-se, na sua generalidade, a partir de 3 de Janeiro de 2017.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

De acordo com o Artigo 25.º - “Avaliação da adequação e prestação de informações aos clientes” da DMIF II, a comercialização de unidades de participação de Fundos de Investimento Alternativo não está excluída do dever de realização do “teste de adequação”. Ou seja, antes da subscrição de um Fundo de Investimento Alternativo, o intermediário financeiro tem que solicitar ao cliente informações sobre os respectivos conhecimentos e experiência em matéria de investimento relativos a este tipo de produto que permita avaliar se o mesmo é adequado.

A Associação considera que deve existir, nesta matéria, uma clara distinção entre Fundos de Investimento Alternativo que têm políticas de investimento menos complexas e mais próximas dos Fundos UCITS (que são, geralmente, comercializados no retalho) e Fundos de Investimento Alternativo que apresentam políticas de investimento mais complexas e que se destinam a investidores qualificados, que permita isentar os primeiros do referido “teste de adequação”, como acontece, aliás, para a generalidade dos Fundos UCITS.

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

No que diz respeito aos Fundos de Investimento e aos Fundos de Pensões, não existe, de momento, necessidade de tratamento específico relativamente a quaisquer subclasses de infraestruturas. Reconhece-se, no entanto, que poderá haver interesse nessa matéria por parte dos Bancos e das Seguradoras.

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

Em matéria de pensões, a Associação concorda que a introdução de um produto normalizado, bem como a eliminação de barreiras transfronteiriças iriam reforçar a constituição de um mercado único para produtos de pensões.

A propósito desta matéria, reiteramos a sugestão apresentada na resposta à questão 10) do Livro Verde.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

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

(Nenhuma sugestão)

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

(Nenhuma sugestão)

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

(Nenhuma sugestão)

D. Promover os investimentos de retalho:

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

(Nenhuma sugestão)

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

Em primeiro lugar, é fundamental que as mesmas regras se apliquem sobre os mesmos instrumentos financeiros, independentemente do Estado-Membro de origem do instrumento ou da sua entidade gestora. Assim, as AES devem garantir que as normas europeias são interpretadas uniformemente em todas as jurisdições, de modo a evitar arbitragem regulatória entre países.

As regras basilares do sector financeiro têm sofrido, nos últimos anos, diversas e aprofundadas revisões, no sentido de assegurar a protecção dos consumidores e dos investidores.

Considera-se que os novos quadros legislativos e regulamentares, para terem o efeito desejado, devem ser estáveis no tempo e implementados, pelos diversos agentes, de forma ponderada e reflectida, com a celeridade adequada às alterações preconizadas.



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

Assim, a Associação entende que não se devem proceder, nos próximos anos, a alterações substanciais das regras que norteiam a indústria da Gestão de Activos, e que as revisões devem ser efectuadas nas situações em que as normas implementadas não produzem os efeitos desejados pelo que necessitam de ser devidamente calibradas.

Por outro lado, defende-se a existência de uma maior harmonização das regras aplicáveis a produtos financeiros, vendidos no retalho, com características similares aos Fundos de Investimento, como é o caso dos Seguros. Considera-se que os investidores devem estar sujeitos ao mesmo nível de protecção, independentemente do serviço/produto ser supervisionado pela EBA, ESMA ou EIOPA.

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

- Reitera-se que a literacia financeira é fundamental ao desenvolvimento do mercado de capitais. É essencial que as pessoas compreendam o funcionamento dos mercados e dos instrumentos financeiros e que desenvolvam uma atitude de menor aversão ao risco.

Portugal é um caso paradigmático, onde mais de metade da poupança financeira das famílias está aplicada em activos ultraconservadores como depósitos, dívida pública e diversos outros instrumentos com garantia de capital.

É fundamental canalizar parte desta poupança para um financiamento mais directo da economia, o que poderá ser conseguido através do mercado de capitais. Desta forma, os rendimentos potenciais aumentam, ao mesmo tempo que se contribui para o desenvolvimento da economia com mais crescimento e emprego.

Como a mudança cultural é algo que demora bastante tempo (o Plano Nacional de Educação Financeira, em Portugal, está a dar os primeiros passos), considera a APFIPP que a implementação do projecto da CMU não se compadece com estes *timings*, pelo que se revela fundamental a implementação de estímulos fiscais a esta poupança de longo prazo que se pretende canalizar para o financiamento da economia.

- Outra medida importante é o reconhecimento, pelos Supervisores, de que nem todos os Fundos de Investimento Alternativo são Complexos como preconizado na Directiva MIFID II.

De acordo com esta Directiva, a partir de Janeiro de 2017, diversos Fundos de Investimento não Harmonizados (que inclui, no caso português, os PPR

constituídos sob a forma de Fundos de Investimento) serão considerados produtos complexos, o que obrigará, conforme já referido, a que seja feito o teste de adequação previamente a cada subscrição que não seja efectuada no âmbito de um serviço de consultoria financeira. É importante travar esta medida, identificando os Fundos que são efectivamente complexos e que, por norma, não se destinam a investidores de retalho, simplificando as exigências para os restantes, de modo a que possam continuar a ser um instrumento de aforro viável para os pequenos investidores, como tem acontecido até agora.

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

(Nenhuma sugestão)

E. Atrair investimento estrangeiro:

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

Uma importante medida a tomar no domínio da regulamentação dos serviços financeiros, que poderá ser decisiva neste contexto, é a não implementação da FTT - *Financial Transaction Tax*.

A instituição da FTT nos moldes previstos na proposta da Comissão Europeia, apresentada em 28 de Setembro de 2011 e, posteriormente, alterada em 14 de Fevereiro de 2013, suscita enormes preocupações à APFIPP, enquanto representante da Indústria de Fundos de Investimento e Fundos de Pensões em Portugal, antecipando a APFIPP que a sua implementação constituirá um grave entrave ao projecto da CMU.

Em concreto, a Associação considera que o objectivo, assumido na proposta de Directiva em referência, de “assegurar que as instituições financeiras contribuem de maneira justa e substancial para cobrir os custos da recente crise e estabelecer uma equidade do ponto de vista fiscal com os outros sectores” será desvirtuado se as poupanças dos cidadãos europeus permanecerem no âmbito de incidência deste imposto.

Neste contexto, a APFIPP, no caso de não ser abandonado o projecto de implementação da FTT, defende a eliminação dos Fundos de Pensões e dos Fundos



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

de Investimento do âmbito desta Directiva, chamando especial atenção para as seguintes alterações que se consideram fundamentais:

- Isenção das transacções efectuadas por Fundos de Investimento e Fundos de Pensões: Os Fundos de Investimento e os Fundos de Pensões são instrumentos de aforro que pertencem exclusivamente aos seus Participantes. A sujeição destes instrumentos à FTT significa maiores custos e, portanto, uma menor rendibilidade para os seus Participantes e, logo, um menor valor acumulado de poupança no final do período de investimento. A sujeição a FTT das transacções efectuadas por Fundos de Pensões é particularmente grave, na medida em que constituem veículos de poupança de muito longo prazo, que visam financiar complementos de reforma que permitam aos seus Participantes manter um nível de vida digno após a saída da vida activa. Estima-se que a FTT possa ter um efeito negativo no valor da poupança acumulada no final de 30 anos equivalente a cerca de 5 anos de contribuições, o que obrigará os Participantes a adiar a reforma se não quiserem ver os seus rendimentos reduzidos;
- Exclusão do resgate ou reembolso das acções e unidades de participação de Fundos de Investimento e Fundos de Pensões: Estando o resgate/reembolso de Fundos sujeito ao FTT, e embora a obrigação de pagamento recaia sobre a instituição financeira, o verdadeiro lesado será o cliente;
- Eliminação do efeito “cascata”: Ao serem tributadas quer as transacções efectuadas pelos Fundos, quer os respectivos resgates/reembolsos os investidores são duplamente prejudicados;
- Fundos do Mercado Monetário: Os Fundos do Mercado Monetário são veículos que investem em instrumentos do mercado monetário de elevada qualidade, constituindo uma importante fonte de financiamento de curto prazo para empresas e Estados. Estes instrumentos caracterizam-se por uma elevada rotatividade dos seus activos, quer pela reduzida maturidade dos activos em que investem, quer pela natureza de curto prazo das aplicações efectuadas pelos Participantes, com subscrições e resgates frequentes ao longo do ano. Tendo presente as baixas taxas de juro actualmente praticadas nos mercados monetários, a implementação de uma taxa adicional sobre transacções anulará por completo a possibilidade destes Fundos obterem rendibilidades positivas, anulando, também, o interesse económico dos investidores nestes instrumentos e, assim, comprometendo o financiamento de curto prazo das empresas e Estados, o que parece contrário aos objectivos do CMU.
- Implicações nos mercados e instrumentos financeiros: A FTT traduzir-se-á num incentivo para que os investidores efectuem menos transacções, o que limitará



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

a liquidez dos mercados financeiros e, por essa via, a sua eficiência. Do mesmo modo, os Fundos de Investimento e Fundos de Pensões passam a ter incentivos a uma menor intervenção nos mercados, prejudicando a eficiência da sua gestão e a sua actuação na monitorização e gestão dos riscos.

Em suma, a Associação entende que os Fundos de Investimento e os Fundos de Pensões devem ser excluídos, neste contexto, do conceito de “instituição financeira” (através da eliminação das alíneas e), f) e g) do parágrafo (8) do n.º 1 do artigo 2.º da proposta de Directiva), assim como o resgate/reembolso das respectivas acções ou unidades de participação deve ser removido do âmbito de aplicação da Directiva (mediante a introdução no n.º 4 do artigo 3.º de uma disposição específica nesse sentido).

Por fim, e num âmbito mais vasto de análise, permitimo-nos, uma vez mais, salientar que a introdução deste imposto terá significativos efeitos adversos na atractividade e competitividade do mercado europeu de capitais, quer ao nível dos investidores internacionais, quer ao nível dos investidores europeus, uma vez que os mesmos irão preferir aplicar os seus capitais noutros centros financeiros internacionais onde não exista semelhante tributação, o que parece contrário aos objectivos de uma “União dos Mercados de Capitais”.

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

Conforme mencionado na resposta à questão 8) do Livro Verde, a adopção de normas de contabilidade simples, comuns ao nível da União Europeia, que permitam uma comparação justa e transparente da informação disponibilizada pelas Empresas, possibilitará aos investidores internacionais conhecer as entidades onde estão a investir e entender melhor os riscos associados a esse investimento.

Crê-se que esta medida dinamizará o interesse dos investidores de países terceiros nas empresas da UE, uma vez que terão acesso a informação que lhes permitirá conhecer, de forma abrangente, o mercado empresarial europeu.

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

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



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

(Nenhuma sugestão)

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

(Nenhuma sugestão)

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

A intervenção das Autoridades Europeias de Supervisão do sector financeiro (EBA – Autoridade Bancária Europeia, ESMA - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados e EIOPA - Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) é essencial para o desenvolvimento sustentável dos mercados.

Nesse sentido, deve ser possível a cada Autoridade Europeia construir um conjunto único de regras para o sector por ela supervisionado, sendo, no entanto, indispensável, a coordenação das normas estabelecidas pelas diferentes AES, quando estejam em causa serviços financeiros supervisionados pelas três Autoridades.

No que se refere ao método, normalmente utilizado pelas AES, de consulta aos diversos agentes do mercado, considera-se que o mesmo poderá ser melhorado através do estabelecimento de períodos de consulta pública mais longos, de um maior *feedback*, por parte das Autoridades, relativamente às respostas recebidas e mediante uma verdadeira utilização de painéis de *stakeholders*.

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

(Nenhuma sugestão)

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



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

(Nenhuma sugestão)

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

(Nenhuma sugestão)

29) Quais os aspectos específicos da legislação em matéria de insolvência que carecem de harmonização de modo a favorecer o surgimento de um mercado de capitais pan-europeu?

(Nenhuma sugestão)

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

Conforme referido na resposta à questão 21) deste Livro Verde, a introdução da FTT- *Financial Transaction Tax*, deve ser evitada, uma vez que a sua implementação irá reduzir a liquidez dos mercados e conduzir à deslocação dos investimentos para centros financeiros não sujeitos a este imposto.

A sua instituição colocará em perigo o financiamento de curto prazo não só das Empresas, mas também dos Estados, dado que irá afectar o retorno e a viabilidade económica dos Fundos do Mercado Monetário, instrumentos que desempenham um papel de relevo nos mercados monetários.

Os Fundos do Mercado Monetário são veículos que investem em instrumentos do mercado monetário de elevada qualidade, constituindo uma importante fonte de financiamento de curto prazo para empresas e Estados. Estes instrumentos caracterizam-se por uma elevada rotatividade dos seus activos, quer pela reduzida maturidade dos activos em que investem, quer pela natureza de curto prazo das aplicações efectuadas pelos Participantes, com subscrições e resgates frequentes ao longo do ano. Tendo presente as baixas taxas de juro actualmente praticadas nos mercados monetários, a implementação de uma taxa adicional sobre transacções anulará por completo a possibilidade destes Fundos obterem rendibilidades positivas, anulando, também, o interesse económico dos investidores nestes instrumentos e,



APFIPP

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE FUNDOS
DE INVESTIMENTO, PENSÕES E PATRIMÓNIOS

assim, comprometendo o financiamento de curto prazo das empresas e Estados, o que parece contrário aos objectivos do CMU.

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

(Nenhuma sugestão)

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

(Nenhuma sugestão)

APFIPP

15.04.2015



Parecer sobre o Livro Verde – Construção de uma União dos Mercados de Capitais

COM (2015) 63

A Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública da Assembleia da República solicitou a 18 de Março à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a análise e parecer sobre o Livro Verde – Construção de uma União dos Mercados de Capitais.

Nesse sentido, a CMVM apresenta os comentários que se seguem ao Livro Verde, no âmbito das matérias que se inserem na sua esfera de competência.

I. APRECIÇÃO NA GENERALIDADE

A Comissão Europeia (CE) colocou em consulta pública um Livro Verde intitulado «*Building a Capital Markets Union*». Neste documento aquela instituição anuncia que a sua prioridade é o emprego e o crescimento económico, e manifesta a sua convicção de que «*to strengthen investment for the long term, we need to build a true single market for capital – a Capital Markets Union for all 28 Member States*» (p. 2). Quer isto dizer que a CE considera que não estamos ainda na presença de um mercado de capitais único à escala europeia, e que essa construção é fundamental para promover o emprego e o crescimento económico.

Com esta consulta a CE pretende identificar os obstáculos que impedem a formação desse mercado único de capitais e as medidas que permitam a sua ultrapassagem. Todavia, a CE não identifica as características ideais desse mercado de capitais, o mesmo é dizer não identifica qual dos 28 mercados de capitais atualmente supostamente existentes na União Europeia (EU), ou um outro se for esse o caso, deve servir de paradigma, embora se refira com frequência aos EUA como *benchmark* para ilustrar a menor importância relativa dos mercados de capitais europeus no financiamento da atividade económica.

Em face disto, importa refletir sobre o contributo que os mercados de capitais podem dar para o crescimento económico, sobre a forma como este contributo pode ser maximizado, e clarificar o protótipo de mercado de capitais único que se pretende (ou deveria pretender) estabelecer na Europa, pois só dessa forma se poderão identificar os obstáculos que remanescem, seja para a concretização do objetivo final (emprego e crescimento) seja para que se atinja o objetivo instrumental (construção de um mercado de capitais único). Por outro lado, importa clarificar o

conceito de “União de Mercados de Capitais” (UMC) que não é, de todo, óbvio. Sabemos o que é uma União Monetária, por exemplo, onde há um banco central e uma moeda únicos. Sabemos o que é a União Bancária, onde existe um supervisor supranacional. Mas já não se alcança o significado da UMC, onde a supervisão permanece esmagadoramente – e bem - a nível local, nem o que é que ele acrescenta aos princípios do mercado único e do “single rule book” já em plena aplicação após as reformas dos últimos anos. Aliás, estamos ainda a viver um período de intensa produção legislativa e regulamentar que tem trazido dificuldades de absorção plena a supervisionados e supervisores. Por isso, não parece aconselhável acumular novas mudanças antes de plenamente implantadas as anteriores. Neste domínio, o mais importante parece ser assegurar que todas essas novas regras sejam aplicadas de forma convergente entre as jurisdições europeias, o que será uma tarefa por excelência da ESMA.

Há, todavia, domínios onde se sente a necessidade de progresso no quadro europeu. Todavia, esses não são de todo abordados no Livro Verde. Por exemplo, ainda hoje não temos um sistema de informação consolidado sobre os mercados europeus. Com a DMIF, a fragmentação das transações tornou-se uma realidade, não sendo no entanto ainda disponível um sistema de “consolidated tape”, como existe nos Estados Unidos, através do qual seja possível conhecer a negociação de um título em todos os mercados de forma integrada.

Outros domínios que poderiam contribuir para mercados mais integrados e eficientes na UE mas em que o Livro Verde é omissos são:

- (i) A grande diversidade na tributação da poupança;
- (ii) A diversidade do direito societário (“company law”) que frequentemente choca com a legislação, mais harmonizada, sobre valores mobiliários;
- (iii) A diversidade de regimes sobre OPA, proporcionada pela respetiva diretiva, e que dificulta as operações de aquisição transnacionais;
- (iv) A diversidade de regras sobre reporte financeiro das empresas, que torna difícil a respetiva comparação.

Finalmente, é nosso entendimento que a questão do reforço do financiamento de mercado para as PME passará essencialmente pela criação de condições efetivas de concorrência saudável e forte entre os sectores bancário e não bancário do sistema financeiro europeu que ainda tem muitas limitações em muitos países da Europa continental.

Vejamos alguns destes aspetos mais em particular.

(i) O Mercado de Capitais e o Crescimento Económico

Uma dinâmica de crescimento económico – isto é, de sucessivo e sustentado aumento da produção - pressupõe o aumento da capacidade produtiva instalada (investimento), que, por sua vez, remete

para a necessidade de subtração (poupança) de parte da produção obtida ao consumo final. Donde, antes de mais, crescimento económico exige poupança, sendo os estímulos a essa poupança determinantes para esse efeito.

O Livro Verde é omissivo sobre esses estímulos, e sobre a importância da sua uniformização na UE. É sabido que os aforradores europeus se encontram em situação muito diferenciada, seja ao nível das taxas de tributação que suportam, seja ao nível dos benefícios fiscais que estimulam a poupança e o investimento (através de instrumentos financeiros) de longo prazo. Não deixamos, por isso, de chamar a atenção que, não só o objetivo final de estímulo do crescimento e do emprego exige que se considerem estímulos à poupança, como a criação de um mercado de capitais único exige que se criem condições mais harmonizadas para os aforradores dos 28 Estados membros.

A poupança é, como referido, condição necessária para o crescimento económico, mas não é condição suficiente. É indispensável que a poupança gerada seja canalizada para o sistema financeiro, e que o sistema financeiro (via financiamento direto ou via financiamento indireto) seja capaz de transferir esses fundos para as mãos de empreendedores. Ora, para que tal aconteça, o sistema financeiro não só tem de merecer confiança aos aforradores, como subsequentemente esse sistema financeiro tem de ser capaz de transferir eficientemente os recursos para a esfera de quem seja capaz de os investir. A CE parece estar apenas preocupada em reforçar a relevância do financiamento direto nessa canalização, não cuidando quer do reforço da confiança dos aforradores no sistema financeiro, quer da introdução de mecanismos que aumentem a eficácia desse sistema financeiro na canalização de poupanças para o investimento empreendedor.

De facto, o Livro Verde, embora esporadicamente se refira à importância da confiança dos investidores, não lhe dedica a importância que do nosso ponto de vista se justificaria. Acresce que nada ou muito pouco refere no que respeita ao desenvolvimento de mecanismos de proteção dos investidores (p.e., reforço dos sistemas de indemnização), sobre o reforço da sua competitividade face aos mecanismos do sector bancário (p.e., equiparação dos sistemas de indemnização dos investidores e de proteção dos depósitos bancários), nem sobre a sua uniformização à escala europeia. Acresce que grande parte das áreas eleitas pela CE parecem não ir no sentido da eliminação da assimetria de informação (elemento crucial para que se gere confiança), e pelo contrário parecem estimular o recurso a instrumentos que no passado foram geradores de perda de confiança (p.e., a ideia de estimular o *credit score* como forma de estímulo do financiamento às SME não pode deixar de trazer à memória o contributo das falhas na notação de *rating* para a crise financeira de 2007).

Neste contexto, também não foi aproveitada a oportunidade para reformular o sistema de supervisão europeia, designadamente dando passos no sentido já apontado pelo Relatório Larosière (i.e., progressão das agências europeias de supervisão de um modelo institucional tripartido para um modelo do tipo *twin peaks*), em ordem a assegurar que além de um *Single Rulebook* igualmente se

atinja uma uniformidade de práticas na sua supervisão, seja ao nível dos diferentes países, seja ao nível dos diferentes sectores em que se divide o sistema financeiro.

Por fim, como referido, o Livro Verde parece alhear-se da importância de aumentar a eficácia do sistema financeiro, quer no que respeita à canalização das poupanças para as mãos de empreendedores (em detrimento do financiamento de outro tipo de agentes económicos), quer na seleção dos projetos de investimento que devem merecer financiamento. De facto, apenas a concretização de projetos de investimento com elevado grau de eficiência que superem a depreciação do capital conduzem a um efetivo alargamento da capacidade produtiva instalada. Nos últimos anos, como é sabido, não só uma grande parte da poupança gerada por uns agentes económicos foi canalizada para financiar o consumo de outros, como obtiveram financiamento muitos projetos que se revelaram muito pouco competentes ao nível da capacidade de criação de riqueza.

Reconhece-se que a preocupação com a agilização dos mecanismos de falência pode dar um contributo importante para evitar que se continuem a desperdiçar recursos com projetos não sustentáveis. Todavia, o Livro Verde nada ou muito pouco refere sobre aspetos relevantes como o fortalecimento do governo das empresas (designadamente para assegurar a máxima eficiência possível ao nível das decisões de investimento e de estrutura de capital), tanto do lado da procura de recursos como do lado dos intervenientes no sector financeiro.

Em suma, e assumindo a construção de um mercado de capitais único como objetivo instrumental para o objetivo final de crescimento económico e criação de emprego, o Livro Verde não considerou ou não deu a relevância que julgamos devida a aspetos como o estímulo da poupança, e em particular da poupança de longo prazo aplicada em instrumentos financeiros, o reforço da confiança dos investidores e o incremento da qualidade da tomada de decisões (e respetivo controlo e avaliação) por parte das empresas e dos intermediários financeiros.

(ii) O Tipo de Sistema Financeiro/Mercado de Capitais Único Pretendido

O Livro Verde estabelece o objetivo de se atingir um mercado de capitais único. Não diz, porém, nem porque é que não há ainda um mercado de capitais único, nem quais as características de que se deve revestir esse mercado de capitais único.

Em primeiro lugar, embora não se possa afirmar que dispomos já de um mercado de capitais único à escala europeia, importa reconhecer que muitos agentes económicos (os de maior dimensão) são hoje já capazes de recorrer à prestação de serviços e obter financiamento à escala internacional,

beneficiando amplamente de mecanismos como o passaporte único dos prospetos. Para esses agentes económicos, se o mercado de capitais europeu não é único, é muito próximo disso. Para outros agentes económicos (os de menor dimensão), a obtenção de financiamento fora do mercado local ou junto de mercados ou intermediários financeiros estrangeiros continua a não ser possível ou competitiva. Para esses, por norma, não resta mais do que a praça local. O facilitar do acesso a outras praças será sempre vantajoso. Porém, importa notar que, por força da sua reduzida dimensão e da necessidade de minimizar o impacto da assimetria de informação, há razões de eficiência económica que sempre implicarão que o mercado local seja primordial para o financiamento desses agentes económicos.

Do lado dos aforradores, embora igualmente não se possa concluir que existe já um mercado único (veja-se, por exemplo, que continuam a existir limitações e dificuldades à simples abertura de contas de depósitos à ordem junto de um banco de um outro país da EU), também importa reconhecer que, muito por força do regime LPS (Livre Prestação de Serviços), há já hoje muitos aforradores que recorrem quotidianamente ao serviço de intermediários financeiros estrangeiros. No entanto, nota-se a falta de um mecanismo de proteção que funcione para os casos de investimentos transnacionais, já que os existentes têm características marcadamente locais.

Ultrapassado este ponto prévio, e assumindo que não há ainda um mercado de capitais único, importa estabelecer que tipo de mercado de capitais (único) se visa alcançar. É sabido que na EU (como em geral no mundo inteiro) há dois tipos básicos de sistema financeiro. O sistema financeiro baseado no mercado e o sistema financeiro baseado nos bancos. Do primeiro tipo os EUA, em termos globais, e o Reino Unido, à escala europeia, são os principais protótipos. Já quanto ao segundo tipo, a Alemanha é o paradigma. Portugal, como a generalidade dos demais países da Europa Continental, possui um sistema financeiro baseado nos bancos. Este sistema é caracterizado não só pelo facto de o financiamento bancário predominar, mas é igualmente marcado pelo facto de todas ou quase todas as atividades de intermediação financeira serem desenvolvidas pelos bancos ou por sociedades por si dominadas (o que corresponde ao chamado modelo de banca universal).

Não é possível desejar-se que, na Europa Continental, o mercado de capitais desempenhe um papel idêntico ao que tem tido no mundo anglo-saxónico sem reformular significativamente a base do sistema financeiro. Estamos-nos a referir à separação de atividades (e de propriedade) da banca comercial e da banca de investimento (por natureza, a primeira dedicada ao financiamento indireto e a segunda ao financiamento direto), bem como ao desenvolvimento de políticas que induzam a que a gestão de ativos (p.e., fundos de investimento e fundos de pensões) seja primordialmente realizada por instituições financeiras independentes da banca comercial. Apenas dessa forma será possível assegurar uma verdadeira e permanente concorrência entre o financiamento direto e o financiamento indireto. Doutra forma, as instituições bancárias estarão sempre em condições de canalizar os seus clientes para os instrumentos de financiamento indireto (designadamente,



depósitos bancários e crédito bancário) ou para os instrumentos de financiamento indireto (i.e., para os instrumentos do mercado de capitais) em função dos seus interesses próprios, e não em função da eficiência das soluções para os seus clientes e para a economia no seu todo.

Estamos em crer que é consensual a ideia de que sem a separação de atividades entre banca comercial e banca de investimento promovida pela *Glass-Steagall Act* em 1933, o mercado de capitais dos EUA não teria tido o desenvolvimento que teve. Importa também reconhecer que na sequência da crise o Reino Unido anunciou a sua intenção de reforçar a separação entre as duas atividades e neste país encontra-se em concretização uma completa separação das atividades de banca comercial doméstica e banca de investimentos internacional. O Livro Verde nada refere relativamente a estas matérias que, salvo melhor opinião, são essenciais para transformar o mercado de capitais europeu de modo a que este possa desempenhar o papel que dele parece ser pretendido.

Uma outra característica importante do atual sistema financeiro europeu, particularmente de alguns países, é o estabelecimento de relações acionistas entre as instituições bancárias e as empresas industriais. Essa possibilidade merece ser revista, a par da revisão da possibilidade de essas instituições bancárias financiarem direta ou indiretamente os acionistas com influência na sua vida societária. A experiência recente mostrou claramente a necessidade de submeter ao escrutínio do mercado os financiamentos e as aplicações financeiras que são numa lógica de grupo ou de aliança, especialmente quando estejam em causa conglomerados que igualmente desenvolvem atividade no setor financeiro.

II. APRECIÇÃO NA ESPECIALIDADE

Riscos associados ao *Market Based Finance*

Ao defender o desenvolvimento de fontes alternativas de financiamento baseadas no mercado de capitais, é nos suscitada alguma apreensão face às implicações de alguns destes instrumentos (*Market Based Finance*) na estabilidade dos mercados e na proteção dos investidores, sendo a este propósito relevante recordar a seguinte citação da Proposta de Regulamento relativo à Notificação e Transparência das Operações de Financiamento através de Valores Mobiliários (*Securities Financing Transactions Regulation*): “A crise destacou a necessidade de melhorar a transparência e monitorização não só do setor bancário tradicional, mas também das áreas de atividades não bancárias, comumente designadas de “*shadow banking*”. **A alavancagem excessiva do sistema financeiro, em particular quando resulta do aumento de atividades relacionadas com o chamado *shadow banking*, deve ser combatida de molde a prevenir uma nova crise financeira”.**

Obtenção de uma Titularização Sustentável

Atendendo à defesa no Livro Verde da obtenção de uma titularização sustentável numa fase inicial, não podemos deixar de apelar a **cautela face a estes instrumentos**. Somos conscientes dos benefícios dos mesmos sobre os balanços dos bancos na criação de liquidez, defendendo contudo prudência no seu uso.

É importante mencionar que os requisitos nacionais que governam estes instrumentos seguem já padrões elevados, cumprindo onze dos catorze requisitos para titularização simples, transparente e de alta qualidade recentemente desenvolvidos e apresentados pela *International Organisation of Securities Commission*, IOSCO ¹

Revisão da Diretiva dos Prospetos

A proposta de revisão de alguns dos aspetos da Diretiva dos Prospetos não merece a nossa concordância, considerando que uma nova revisão seria contraproducente, sem resolver as questões estruturais relativas à sua utilidade e eficácia.

Assim, defendemos a posição de apenas aceitar uma **discussão profunda sobre uma revisão substancial e estrutural da informação a ser submetida ao público na emissão ou admissão à negociação de valores mobiliários** (retorno à função central do prospeto como elemento informativo). A introdução de pequenas alterações num regime que apresenta, no nosso entender, claros sinais de falha do objetivo essencial subjacente à obrigação de prospeto (de assegurar a máxima e melhor informação aos potenciais investidores) seria danosa, dado que causaria confusão aos investidores e emitentes. Além disso, não contribuiria para facilitar o financiamento das PME, dado que a redução de requisitos informativos para as PME tem efeitos indesejáveis, tornando-as mais opacas e dificultando o seu acesso aos mercados.

Proteção dos Investidores

Considera-se, no mínimo, **desafiante o equilíbrio** entre o desenvolvimento e harmonizações pretendidas em termos de mercados de capitais e a **proteção dos investidores** tantas vezes mencionados no Livro Verde, mas pouco clara em termos de mecanismos de proteção. Efetivamente, não obstante a repetida alusão à proteção dos investidores como um pressuposto ou objetivo da UMC, nenhuma das medidas enunciadas parece visar direta ou indiretamente esse objetivo, surgindo no contexto da proposta como um objetivo político mas ao qual não foi alocado nenhuma medida ou

¹<http://www.bis.org/bcbs/publ/d304.pdf>



substância e relativamente à qual vemos um risco de deterioração dos atuais padrões de proteção, tendo em conta a natureza e o sentido das medidas sugeridas.

Esta preocupação resulta assim não só dessa opacidade sobre o modo e os instrumentos tidos em vista para promover a proteção do investidor como da aparente ausência de correlações ou sequer ligação entre as diversas medidas propostas e anunciadas e esse objetivo, tornando justificado o receio de que tais medidas, exclusivamente dirigidas ao estímulo da economia e dos mecanismos de financiamento, possam funcionar em desfavor da proteção do investidor, de certo modo invertendo o caminho e diluindo as medidas que vieram sendo adotados para o reforço da confiança dos investidores.

Harmonização Fiscal

Eventualmente, o maior repto da UMC é a **harmonização fiscal**, sem a qual não poderá haver um mercado europeu integrado e eficiente. Porém, este tópico esconde um conjunto de temas que os Estados Membros recusaram até agora abordar e harmonizar. Recentes exemplos são as reticências evidenciadas durante as negociações dos Fundos Europeus de Investimento de Longo Prazo (FEILP), um dos pilares da UMC e sobretudo, o novo imposto sobre transações financeiras (FTT), que deverá entrar em vigor em Janeiro do próximo ano, sobre a generalidade das transações a ter lugar no mercado secundário. Esta iniciativa partilhada por apenas 11 Estados-Membros (onde se inclui Portugal), conta com a oposição do Reino Unido, e surpreende ainda mais neste contexto, na medida em que contraria na sua base e na sua fundamental razão de ser os princípios da UMC de redução de custos e barreiras de acesso aos mercados.

Lisboa, 13 de abril de 2015

De: Pedro Domingos <pedro.domingos@ppl.com.pt>
Enviado: quinta-feira, 9 de Abril de 2015 17:18
Para: Comissão 5ª - COFAP XII
Cc: Yoann Nesme
Assunto: Re: Livro Verde | Pedido de pronúncia

Em relação ao nosso parecer, como operador de crowdfunding reward-based, iremos focar-nos nesse aspecto do documento.

Antes de o fazer, aproveitávamos para tecer algumas considerações mais gerais, que poderão também ser abordadas por outras plataformas de crowdfunding e/ou business angels, e que se prendem com a ausência de uma harmonização legal e fiscal do financiamento e investimento a nível pan-europeu. Por outras palavras, o facto de cada país ter incentivos e impostos diferentes pode ser um entrave a um crescimento do crowdfunding, sobretudo a nível transfronteiriço porque aumenta a complexidade para a plataforma, promotor (ex.: PME) e investidores.

Uma das iniciativas neste sentido tem sido avançada pela associação europeia de business angels (EBAN): a criação de uma E-Zone.

Especificamente sobre o crowdfunding, e sobretudo no âmbito do "reward-based" em que o PPL opera, parece-nos que o maior entrave será a ausência de uma regulamentação específica para esta actividade.

É algo que alguns potenciais apoiantes/investidores questionam e que as plataformas têm tentado contornar com a auto-regulamentação: creditações, partilha de melhores práticas, histórico de operações, etc.

Acreditamos que uma regulamentação específica pan-europeia (ou mesmo apenas nacional), desde que não demasiado excessiva, poderá dar um sinal positivo ao mercado e controlar a reputação dos vários operadores actuais e futuros.

A regulamentação deverá tornar mais clara a responsabilidade de cada agente (plataforma, promotor e investidor). Um dos pontos a esclarecer estará relacionado com a guarda dos valores (cauções) que ocorre durante cada campanha e até à entrega ao promotor ou devolução ao investidor, se aplicável.

Adicionalmente, as plataformas de crowdfunding dependem, em grande parte, de serviços de pagamento muitas vezes prestados por operadores existentes e com custos muito díspares. Uma boa decisão recente foi a de alargar o SEPA de modo a facilitar transferências bancárias internacionais dentro da zona euro.

Uma possível melhoria seria estender esse mercado mais uniforme a outros meios de pagamento emergentes como os móveis, de modo a criar um sistema standard e "de facto" para pagamentos móveis dentro da zona euro.

Uma vez que, no nosso caso, a maior parte dos pagamentos são de baixo valor, a abolição de um custo fixo por transacção na maior parte dos serviços de pagamentos poderia aumentar significativamente o volume de fundos angariados através desta ferramenta "fintech".

Espero que estas modestas contribuições possam ajudar a melhorar o livro verde e estamos ao dispor para qualquer esclarecimento.

Atentamente,

Pedro Domingos



(+351) 965 278 408

<http://ppl.com.pt>

Tec Labs - Centro de Inovação
Campus da FCUL, Campo Grande
1749-016 Lisboa, Portugal

2015-03-19 10:45 GMT+00:00 Comissão 5ª - COFAP XII <[comissao-
orcamento@ar.parlamento.pt](mailto:comissao-orcamento@ar.parlamento.pt)>:

À PPL Crowdfunding Portugal

Exmos. Senhores,

No âmbito do processo de acompanhamento dos assuntos europeus na Assembleia da República, a Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública encontra-se presentemente a analisar uma consulta pública da Comissão Europeia: **LIVRO VERDE - Construção de uma União dos Mercados de Capitais** [pode ser consultado [aqui](#)], tendente a uma pronúncia sobre o tema.

Nestes termos, e no âmbito da apreciação desta iniciativa, venho por este meio convidar a PPL Crowdfunding Portugal a emitir parecer sobre o referido Livro Verde, se considerar oportuno. Atendendo que as matérias suscitadas são diversas, o parecer deverá incidir sobre as questões colocadas no Livro Verde relacionadas com o *crowdfunding*.

De modo a que a eventual pronúncia da vossa instituição seja apreciada em tempo útil, solicito que o parecer seja remetido até 15 de abril.

Com os meus melhores cumprimentos,

Eduardo Cabrita

Presidente da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública



Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

Acompanhe [AQUI](#) a atividade da Comissão.

comissao-orcamento@ar.parlamento.pt

213.919.479