



Bruxelas, 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU, AO
CONSELHO, AO COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU E AO COMITÉ
DAS REGIÕES**

Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais

{SWD(2015) 183 final}
{SWD(2015) 184 final}

Índice

INTRODUÇÃO	3
1. RUMO AO CRESCIMENTO — FINANCIAR A INOVAÇÃO, O ARRANQUE DE EMPRESAS E AS SOCIEDADES NÃO COTADAS NA BOLSA.....	8
1.1. Financiamento da fase de arranque	8
1.2. Fase inicial de expansão	9
1.3. Apoiar as PME que pretendem obter financiamento	11
1.4. Fundos para empréstimos	12
1.5. Colocações privadas	13
2. FACILITAR ÀS EMPRESAS A ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO E A MOBILIZAÇÃO DE CAPITAIS NOS MERCADOS BOLSISTAS	14
3. INVESTIR A LONGO PRAZO: REALIZAR INVESTIMENTOS SUSTENTÁVEIS E EM INFRAESTRUTURAS	17
3.1. Melhorar as condições de investimento através do quadro regulamentar.....	17
3.2. Apoiar o financiamento a longo prazo e de infraestruturas	18
3.3. Orientar o financiamento para a sustentabilidade ambiental	19
3.4. Apelo à apresentação de contribuições sobre o quadro regulamentar em vigor	19
4. PROMOVER O INVESTIMENTO INSTITUCIONAL E DE RETALHO	20
4.1. Pequenos investidores	20
4.2. Investidores institucionais	22
5. REFORÇAR A CAPACIDADE DO SETOR BANCÁRIO PARA APOIAR A ECONOMIA NO SEU CONJUNTO	24
6. FACILITAR O INVESTIMENTO TRANSFRONTEIRAS	26
6.1. A segurança jurídica e a infraestrutura de mercado ao serviço do investimento transfronteiras	26
6.2. Eliminar os obstáculos nacionais ao investimento transfronteiras.....	27
6.3. Promover a estabilidade financeira e a convergência das práticas de supervisão.....	29
6.4. Facilitar o investimento internacional	31
7. PRÓXIMAS ETAPAS E ACOMPANHAMENTO.....	32

INTRODUÇÃO

A prioridade absoluta da Comissão consiste em reforçar a economia na Europa e estimular o investimento, tendo em vista a criação de emprego. O plano de investimento, no montante de 315 mil milhões de EUR, que entrou em vigor decorrido menos de um ano após a entrada em funções da presente Comissão, contribuirá para impulsionar esse processo. Para reforçar o investimento a longo prazo, são necessários mercados de capitais mais sólidos, que assegurarão novas fontes de financiamento para as empresas, alargarão o leque de escolha para os aforradores e tornarão a economia mais resistente. Trata-se da razão pela qual o Presidente Juncker definiu como uma das suas grandes prioridades a necessidade de criar um verdadeiro mercado único dos capitais: uma União dos Mercados de Capitais para todos os 28 Estados-Membros.

A livre circulação de capitais é um dos princípios fundamentais em que se alicerça a UE. Não obstante os progressos registados ao longo dos últimos 50 anos, os mercados europeus de capitais mantêm-se fragmentados e relativamente pouco desenvolvidos. A economia europeia é tão grande como a dos EUA, mas a dimensão dos mercados de capitais próprios europeus é inferior em mais de metade aos dos Estados Unidos e os seus mercados de dívida correspondem a menos de um terço. E a disparidade entre os próprios Estados-Membros é ainda mais acentuada do que entre a Europa e os EUA. Mercados de capitais mais integrados resultarão em ganhos de eficiência e reforçarão a capacidade da Europa para financiar o seu crescimento.

A União dos Mercados de Capitais reforçará o terceiro pilar do Plano de Investimento para a Europa. Reverterá em benefício de todos os 28 Estados-Membros e, simultaneamente, reforçará a União Económica e Monetária, ao apoiar a convergência económica e ao contribuir para absorver os choques económicos na área do euro, conforme delineado no Relatório dos Cinco Presidentes intitulado «Concluir a União Económica e Monetária».

A existência de mercados de capitais mais sólidos irá complementar o financiamento bancário, uma atividade fortemente enraizada na Europa, para além de:

- **Desbloquear um maior volume de investimento europeu e estrangeiro:** a União dos Mercados de Capitais contribuirá para a mobilização de capitais na Europa, procedendo à sua canalização a favor de todas as empresas, nomeadamente as PME, bem como para os projetos de infraestruturas e outros projetos sustentáveis a longo prazo, que necessitam desses fundos para o seu desenvolvimento e a criação de emprego. Proporcionará às famílias melhores soluções tendo em vista a preparação da sua reforma.
- **Assegurar uma melhor articulação entre o financiamento e os projetos de investimento em toda a UE:** os Estados-Membros com mercados pequenos e um elevado potencial de crescimento têm muito a ganhar com uma melhor canalização dos capitais e dos investimentos a favor dos seus projetos. Os Estados-Membros com mercados de capitais mais desenvolvidos beneficiarão de um maior leque de oportunidades em matéria de investimento e poupança a nível transfronteiras.
- **Tornar o sistema financeiro mais estável:** a integração dos mercados financeiros e dos mercados de capitais pode contribuir para repartir o impacto dos choques económicos entre os Estados-Membros, nomeadamente entre os países da área do euro. A diversificação das fontes de financiamento contribuirá para assegurar a repartição dos riscos financeiros e tornará os cidadãos e as empresas da UE menos vulneráveis a uma eventual contração dos

mercados bancários. Além disso, o desenvolvimento dos mercados de capitais próprios, por oposição a um maior endividamento, permitirá aumentar o investimento a longo prazo.

- **Aprofundar a integração financeira e intensificar a concorrência:** uma maior repartição transfronteiras dos riscos, mercados mais profundos e mais líquidos, bem como fontes de financiamento diversificadas irão aprofundar a integração financeira, reduzir os custos e aumentar a competitividade europeia.

Em suma, a União dos Mercados de Capitais irá garantir uma maior articulação entre a poupança e o crescimento. Para os aforradores e os investidores, traduzir-se-á num maior leque de oportunidades e em melhores rendimentos. Proporcionará às empresas uma maior escolha quanto às fontes de financiamento ao longo das diferentes etapas do seu desenvolvimento.

Porque se trata de um projeto que merece ser desenvolvido?

Podem citar-se alguns exemplos que ilustram as suas vantagens potenciais. Comparativamente aos EUA, as PME europeias beneficiam de um financiamento por parte dos mercados de capitais que é cinco vezes inferior. Se os nossos mercados de capitais fossem igualmente tão profundos, poderiam ter sido concedidos às empresas financiamentos de montante superior a 90 mil milhões de EUR no período compreendido entre 2009 e 2014. Se o volume de titularizações na UE pudesse voltar a atingir – com toda a segurança - o nível de emissões alcançado antes da crise, os bancos estariam em condições de mobilizar mais de 100 mil milhões de EUR de crédito adicional a favor do setor privado. E se o nível de titularização no setor das PME fosse relançado, nem que fosse de forma a atingir metade do pico registado antes da crise, tal poderia gerar um financiamento adicional no montante de 20 mil milhões de EUR. As necessidades de investimento são igualmente avultadas, estimando-se por exemplo que a transição da UE para uma economia hipocarbónica exigirá investimentos da ordem de 200 mil milhões de EUR por ano¹.

Uma União dos Mercados de Capitais deverá permitir à UE passar cada vez mais para uma situação em que, por exemplo, as PME possam mobilizar capitais com a mesma facilidade que as grandes empresas; em que seja assegurada a convergência em toda a UE dos custos de investimento e das possibilidades de acesso aos produtos de investimento; em que seja cada vez mais simples obter financiamento nos mercados de capitais; e em que a procura de financiamento noutros Estados-Membros não seja entravada por obstáculos jurídicos ou prudenciais desnecessários.

Um Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais

Na sequência das consultas lançadas em fevereiro último, a Comissão recebeu mais de 700 contribuições. Verificou-se um consenso generalizado quanto à importância de criar uma União dos Mercados de Capitais, tendo tanto o Parlamento Europeu² como o Conselho³ confirmado o seu firme apoio a favor da adoção de uma abordagem progressiva (por etapas) e que os problemas identificados na nossa consulta constituíam as questões que deviam ser acompanhadas mais de perto.

¹ PRIMES, avaliação de impacto 2030.

² Resolução do Parlamento Europeu sobre a construção de uma União dos Mercados de Capitais (2015/2634 (RSP)).

³ [Conclusões do Conselho da UE](#) sobre a União dos Mercados de Capitais, de 19 de junho.

Uma medida única não será suficiente, por si só, para criar uma União dos Mercados de Capitais. Pelo contrário, há que tomar uma série de medidas cujo efeito cumulativo será substancial. A Comissão apresentará medidas destinadas a eliminar os obstáculos que impedem os investidores de encontrar oportunidades de investimento e as empresas de encontrar investidores. O sistema de canalização desses fundos será tornado tão eficiente quanto possível, tanto a nível nacional como transfronteiras.

Uma vez que a maior integração dos mercados de capitais e a eliminação progressiva dos obstáculos nacionais que subsistem pode suscitar novos riscos para a estabilidade financeira, iremos apoiar medidas destinadas a reforçar a convergência das práticas de supervisão, a fim de as autoridades de regulamentação dos mercados de capitais intervirem de modo uniforme e reforçarem os instrumentos de que dispõem para assegurar uma gestão prudente dos riscos sistémicos. Com base nas respostas recebidas e na sua própria análise, a Comissão tomará medidas tendo em vista a consecução dos seguintes objetivos prioritários:

Proporcionar um maior leque de escolha de fontes de financiamento às empresas e às PME na Europa

As empresas deparam-se com obstáculos à mobilização de fundos nos mercados de capitais europeus em todas as etapas de financiamento do seu desenvolvimento («*funding escalator*»), bem como nos mercados bolsistas. Esses obstáculos limitam a capacidade das empresas mais pequenas de obter financiamento através de capitais próprios ou de dívida. A Comissão irá:

- Modernizar a Diretiva Prospetos, de molde a tornar menos oneroso para as empresas mobilizar fundos nos mercados bolsistas, para além de analisar outros obstáculos regulamentares à admissão à negociação das pequenas empresas nos mercados de capitais próprios e de dívida e apoiar as atividades das pequenas empresas em matéria de admissão à negociação, através de estruturas de aconselhamento a nível europeu;
- Lançar um conjunto de medidas para apoiar o capital de risco e o financiamento por capitais próprios na UE, utilizando nomeadamente os recursos da UE para catalisar o investimento privado, através de fundos de fundos pan-europeus, de reformas regulamentares e da promoção das melhores práticas em matéria de incentivos fiscais;
- Promover formas inovadoras de financiamento das empresas, como por exemplo o financiamento colaborativo, as colocações privadas e os fundos para empréstimos, garantindo simultaneamente a proteção dos investidores e a estabilidade financeira; e
- Analisar formas de desenvolver uma abordagem pan-europeia, tendo em vista assegurar uma melhor articulação entre as PME e as diferentes fontes de financiamento.

Assegurar um quadro regulamentar adequado para os investimentos a longo prazo e sustentáveis e o financiamento das infraestruturas europeias

A Europa requer avultados montantes para a realização de novos investimentos sustentáveis a longo prazo, a fim de preservar e reforçar a competitividade. O apoio público concedido através de medidas como, por exemplo, o Plano de Investimento para a Europa, no montante de 315 mil milhões de EUR, pode contribuir para a consecução deste objetivo, mas impõem-se outras medidas para desbloquear os investimentos privados a mais longo prazo. A Comissão irá:

- Proceder rapidamente à revisão das calibrações ao abrigo do regime Solvência II, a fim de melhor refletir o verdadeiro risco inerente aos investimentos em infraestruturas, seguido de

uma revisão do tratamento aplicável às posições em risco dos bancos no domínio das infraestruturas, ao abrigo do Regulamento Requisitos de Fundos Próprios (CRR); e

- Avaliar o impacto cumulativo das anteriores reformas regulamentares no intuito de garantir a coerência e a uniformidade, no quadro da iniciativa da Comissão «Legislar Melhor» e consolidando os trabalhos iniciados no Parlamento Europeu em 2013 sobre a coerência da legislação da UE no domínio dos serviços financeiros.

Aumentar o investimento e alargar o leque de escolha para os pequenos investidores e os investidores institucionais

A poupança dos particulares, detida direta ou indiretamente pelos gestores de ativos, pelas empresas de seguros de vida e pelos fundos de pensões, é essencial para assegurar o dinamismo dos mercados de capitais. A consulta revelou que, para os pequenos investidores que se consagram à sua poupança-reforma, uma maior confiança, bem como uma maior transparência e segurança, para além de um leque de escolha mais alargado, podem contribuir para a realização dos investimentos adequados neste contexto. O setor europeu da gestão de ativos funciona bem no seu conjunto, sendo todavia necessárias novas medidas para reforçar o regime de passaporte e a concorrência transfronteiras. A Comissão irá:

- Examinar formas de alargar o leque de escolha e estimular a concorrência no domínio da oferta transfronteira de seguros e serviços financeiros de retalho através de um Livro Verde, a publicar ainda no decurso deste ano. Analisará igualmente o quadro regulamentar aplicável aos pequenos investidores, visando nomeadamente melhorar a transparência, bem como a oferta e a qualidade dos serviços de aconselhamento em matéria de investimento no contexto de uma maior prestação eletrónica deste tipo de serviços;
- Ponderar formas de alargar a gama de opções em matéria de poupança-reforma e criar um mercado europeu de planos privados de reforma, aos quais os fundos de pensões poderiam recorrer para propor planos privados de pensões em toda a UE; e
- Assegurar um passaporte eficaz para os fundos europeus que elimine os encargos e os obstáculos transfronteiras, com vista a aumentar a concorrência e o leque de escolha dos consumidores.

Reforçar a capacidade de concessão de crédito pelos bancos

Os bancos irão desempenhar um papel fulcral na União dos Mercados de Capitais, a título de mutuantes de uma grande parte da economia e na qualidade de intermediários nos mercados de capitais. Os bancos dispõem de sólidas relações e bons conhecimentos a nível local: os empréstimos bancários continuarão a ser, para muitas empresas, a principal fonte de financiamento, paralelamente aos mercados de capitais. A Comissão irá:

- Relançar as titularizações simples, transparentes e normalizadas a nível europeu, no intuito de libertar a capacidade financeira dos bancos e propiciar oportunidades de investimento aos investidores de longo prazo;
- Examinar a possibilidade de todos os Estados-Membros autorizarem as cooperativas de crédito locais a desenvolver atividades sem estarem sujeitas à regulamentação da UE que é aplicável aos bancos em matéria de requisitos de fundos próprios;

- Analisar a possibilidade e a forma de criar um quadro pan-europeu para as obrigações cobertas, a partir dos regimes nacionais que funcionam bem, para além de ponderar a viabilidade de instrumentos de financiamento semelhantes para o crédito às PME.

Reduzir os obstáculos transfronteiras e desenvolver mercados de capitais para todos os 28 Estados-Membros

Não obstante os progressos realizados ao longo das últimas décadas em direção ao desenvolvimento de um mercado único de capitais, subsistem ainda inúmeros obstáculos aos investimentos transfronteiras. Alguns destes obstáculos têm a sua origem no direito nacional (legislação no domínio da insolvência, da fiscalidade e dos valores mobiliários), sendo outros decorrentes da fragmentação da infraestrutura do mercado. Por conseguinte, iremos:

- Lançar uma consulta sobre os principais obstáculos no domínio da insolvência e apresentar uma proposta legislativa relativa à insolvência das empresas, por forma a eliminar os obstáculos mais importantes à livre circulação de capitais e tendo como ponto de partida os regimes nacionais que funcionam bem;
- Combater o problema da insegurança que prevalece quanto à propriedade dos títulos e continuar a melhorar os mecanismos de compensação e liquidação das operações sobre valores mobiliários a nível transfronteiras;
- Promover o desenvolvimento de mercados de capitais em todos os 28 Estados-Membros, no âmbito do Semestre Europeu e facultando aos Estados-Membros um apoio específico com vista a reforçar as suas capacidades administrativas através do Serviço de Apoio às Reformas Estruturais da Comissão;
- Colaborar com as Autoridades Europeias de Supervisão (ESA), no intuito de elaborar e aplicar uma estratégia para reforçar a convergência das práticas de supervisão e identificar os domínios em que uma abordagem mais coletiva é suscetível de melhorar o funcionamento do mercado único de capitais;
- Basear-se na próxima revisão do Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB) e nos trabalhos internacionais, no intuito de garantir que as autoridades macroprudenciais nacionais e europeias disponham dos instrumentos necessários para reagir de forma adequada à evolução dos mercados de capitais.

O presente Plano de Ação define as bases para o lançamento de uma União dos Mercados de Capitais eficaz e integrada, englobando todos os Estados-Membros e a ser criada até 2019. Trata-se de um projeto a longo prazo, mas iremos avançar rapidamente. A Comissão analisará os resultados obtidos e procederá a uma reavaliação das prioridades em 2017.

O rumo a seguir é claro: criar um mercado único de capitais a partir da base, identificar os obstáculos e suprimi-los um a um, lançando uma nova dinâmica e fomentando uma confiança crescente para investir no futuro da Europa. A livre circulação de capitais é um dos princípios fundamentais em que se alicerça a criação da UE. Decorridos mais de 50 anos após o Tratado de Roma, temos de tirar partido desta oportunidade para concretizar este projeto.

1. RUMO AO CRESCIMENTO — FINANCIAR A INOVAÇÃO, O ARRANQUE DE EMPRESAS E AS SOCIEDADES NÃO COTADAS NA BOLSA

As novas empresas em fase de arranque são essenciais para impulsionar o crescimento da economia. Na UE, as pequenas e médias empresas (PME) empregam 2 em cada 3 trabalhadores e geram 58 cêntimos de cada euro de valor acrescentado⁴. Os empresários com um plano de atividades promissor devem estar em condições de obter o financiamento de que necessitam para concretizar os seus projetos. E as empresas com um bom desempenho económico necessitam de financiamentos em condições favoráveis para financiar a sua expansão. Todavia, as vias de financiamento à disposição das empresas em fase de crescimento que pretendem mobilizar fundos próprios ou que pretendem outras formas de crédito que não bancário encontram-se pouco desenvolvidas na Europa. Trata-se nomeadamente do caso das PME europeias, cujo financiamento alheio é assegurado em mais de 75 % pelo crédito bancário. Uma União dos Mercados de Capitais (UMC) eficaz deverá permitir ampliar as possibilidades de financiamento de que dispõem as empresas em crescimento. Impõe-se que estas possibilidades existam e sejam propiciadas aos empresários dos 28 Estados-Membros da UE no seu conjunto, para financiar todas as etapas de desenvolvimento das suas empresas.

1.1. Financiamento da fase de arranque

As sólidas redes e relações locais dos bancos permitem-lhes ser a principal fonte de financiamento alheio para as PME europeias. A título de complemento deste financiamento bancário, tem vindo a assistir-se ao longo dos últimos anos ao desenvolvimento de um crescente número de soluções de financiamento não bancário a favor das empresas. Estas opções englobam desde plataformas de empréstimos ou doadores, empresas que comercializam as suas faturas, concessão de crédito entre pares, financiamento colaborativo orientado para o investimento até ao apoio prestado por investidores providenciais («*business angels*»).

O financiamento colaborativo, por exemplo, tem vindo a desenvolver-se rapidamente nalguns Estados-Membros. Existem atualmente mais de 500 plataformas que prestam uma gama de serviços na UE⁵. Dada a dimensão essencialmente local destas atividades, os Estados-Membros que acolhem a maioria destas atividades de financiamento colaborativo estão a adotar medidas para clarificar as condições aplicáveis a este novo modelo empresarial. As plataformas de financiamento colaborativo baseadas na emissão de valores mobiliários podem ser autorizadas ao abrigo da Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros (MiFID) e beneficiar de um passaporte que lhes permite desenvolver atividades e prestar serviços regulamentados em toda a UE⁶. Atualmente, não vigora qualquer quadro a nível da UE destinado a reger mais especificamente o financiamento colaborativo baseado na concessão de empréstimos. A UE deve assegurar o devido equilíbrio entre o objetivo de proteger os investidores e o de favorecer a expansão do financiamento colaborativo. Qualquer regulamentação prematura poderia dificultar a expansão desta via de financiamento inovadora e em rápido crescimento, em vez de a favorecer. A Comissão instituiu um Fórum das Partes Interessadas no Financiamento Colaborativo para apoiar a elaboração de políticas neste domínio e lançou um estudo para recolher e analisar dados sobre os mercados de

⁴ Comissão Europeia (2014), «*Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery*», p. 24.

⁵ Estimativa baseada em dados provenientes de 22 Estados-Membros da UE em 2014. Fonte: Crowdsurfer Ltd e Ernst & Young LLP, «*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*», 2015.

⁶ Se a plataforma de financiamento colaborativo for autorizada como uma empresa de investimento e cumprir os requisitos pertinentes da Diretiva MiFID.

financiamento colaborativo em toda a UE, bem como para avaliar o impacto da legislação nacional. Com base nos trabalhos em curso⁷, a Comissão publicará um relatório sobre a evolução do financiamento colaborativo.

A Comissão irá analisar os regimes nacionais e as melhores práticas, para além de acompanhar a evolução no setor do financiamento colaborativo. Na sequência desta análise, a Comissão decidirá sobre a melhor forma de facilitar o desenvolvimento desta nova via de financiamento em toda a União.

Os investidores providenciais são frequentemente empresários de experiência comprovada, que estão dispostos a prestar apoio financeiro e de outra natureza às empresas em fase de arranque. Têm vindo a tornar-se uma fonte cada vez mais importante de capital próprio para as empresas em fase de arranque e na fase inicial de constituição. Os montantes investidos pelos investidores providenciais europeus continuam a ser modestos⁸ – 357 milhões de EUR em 2013, metade dos quais se concentra em apenas 3 Estados-Membros da UE (Reino Unido, Espanha e França)⁹. A Europa necessita de uma rede mais sólida de investidores prudentiais, que possam desenvolver atividades em toda a UE, para além das suas fronteiras nacionais. A Comissão continuará a apoiar o estabelecimento de redes transfronteiras de investidores providenciais e o desenvolvimento das capacidades neste âmbito, com particular destaque para a Europa Central e Oriental, tendo em vista o desenvolvimento de plataformas transfronteiras, que assegurem uma articulação entre os investidores providenciais e as PME inovadoras e que facilitem o cofinanciamento.

1.2. Fase inicial de expansão

As empresas em rápida expansão, com um elevado potencial de crescimento, mas um fundo de maneo limitado, podem deparar-se com falta de financiamento nalgumas etapas cruciais do seu desenvolvimento. Muitas vezes, os saques a descoberto ou as facilidades de crédito a curto prazo não podem, por si só, colmatar estas necessidades. As respostas apresentadas no âmbito da consulta identificaram o financiamento da expansão das empresas como a etapa em que o sistema financeiro da UE apresentava maiores deficiências. Uma vez que estas empresas apresentam o potencial de vir a tornar-se grandes empregadores no futuro, as oportunidades desperdiçadas para a sociedade europeia podem assumir uma importância bastante significativa¹⁰.

⁷ Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, *Opinion and Advice on investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1378 e ESMA/1560, 18.12.2014; *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* (parecer da Autoridade Bancária Europeia sobre o financiamento colaborativo com base na concessão de empréstimos), EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

⁸ Nem todos os investimentos realizados pelos investidores providenciais são diretamente mensuráveis. Algumas estimativas indicam que o investimento global por parte dos investidores providenciais é suscetível de ser superior ao investimento de capital de risco nalguns países europeus com mercados bem desenvolvidos no que se refere a este tipo de investidores — ver OCDE (2011), «*Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*».

⁹ Fonte: Coletânea de Estatísticas EBAN, 2014. Os dados disponíveis dizem respeito a 21 Estados-Membros.

¹⁰ Os dados recolhidos junto de 15 países da OCDE para o período 2001-11 demonstram que as jovens empresas desempenham um papel crucial em termos de criação de emprego. As jovens empresas criam sistematicamente um maior número de postos de trabalho do que aqueles que eliminam. Mais especificamente, as jovens empresas com menos de 50 empregados representam cerca de 11 % do emprego e encontram-se geralmente na origem de mais de 33 % do número total de empregos criados no setor empresarial, sendo em contrapartida responsável por apenas cerca de 17 % da perda de postos de trabalhos. (Fonte: OCDE (2013), *Science, Technology and Industry Scoreboard*).

O capital de risco tem um papel fundamental a desempenhar em termos de apoio ao crescimento e proporciona aos empresários a possibilidade de mobilizar fundos na Europa, bem como em países terceiros. O capital de risco corresponde normalmente ao capital (fundos próprios) a longo prazo, concedido por intermédio de fundos que conjugam os interesses dos investidores e diversificam os riscos. No entanto, a dimensão dos fundos de capital de risco na UE continua a ser relativamente pequena. A dimensão média dos fundos europeus de capital de risco é de aproximadamente 60 milhões de EUR, o que corresponde só a metade da dimensão desses fundos nos EUA, para além do facto de cerca de 90 % do investimento em capital de risco na UE se concentrar em apenas 8 Estados-Membros¹¹. Uma repartição dos riscos pelo setor público poderia contribuir para aumentar a dimensão dos fundos de capital de risco na Europa e para que estes passassem a dispor de uma maior presença nos 28 Estados-Membros no seu conjunto, para além de servir de catalisador do investimento privado, contribuindo para promover uma maior escala, diversificação e alcance geográfico deste investimento. A promoção dos fundos de fundos poderia nomeadamente contribuir para aumentar o investimento privado nos fundos de capital de risco ao atrair investidores institucionais.

A legislação da UE tem procurado estabelecer condições regulamentares favoráveis ao bom funcionamento do setor de capital de risco na UE. O Regulamento relativo aos fundos de capital de risco europeus (EuVECA)¹² e o Regulamento relativo ao Fundo de Empreendedorismo Social Europeu (EuSEF),¹³ definem nomeadamente as condições em que estes fundos podem ser comercializados aos investidores institucionais e aos particulares com um elevado património líquido em toda a UE. Todavia, os passaportes EuVECA e EuSEF só podem ser atualmente obtidos pelos pequenos gestores de fundos, cuja carteira de ativos não exceda 500 milhões de EUR. A introdução de alterações nestes regulamentos poderia reforçar a eficácia dos passaportes, por exemplo, permitindo aos gestores dos fundos de maior dimensão criar e comercializar fundos EuVECA e EuSEF, reduzindo desta forma o limiar de investimento, a fim de atrair um maior número de investidores e acelerar a comercialização e o investimento transfronteiras.

Os incentivos fiscais podem ser igualmente utilizados para apoiar o financiamento por capitais próprios, nomeadamente a favor das empresas inovadoras e em fase de arranque¹⁴. A Comissão irá examinar a forma como os incentivos fiscais aplicáveis, a nível nacional, ao capital de risco e aos investidores providenciais podem fomentar o investimento em PME e nas empresas em fase de arranque, bem como promover as melhores práticas entre os Estados-Membros.

No intuito de complementar o financiamento a favor do capital de risco e das PME no âmbito do Plano de Investimento, a Comissão apresentará um conjunto abrangente de medidas destinadas a apoiar o capital de risco e o financiamento de capital de risco na UE. Proporá nomeadamente alterar a legislação EuVECA e EuSEF e apresentará propostas relativas a uma série de fundos de fundos pan-europeus de capital de risco e fundos plurinacionais, subvencionados pelo orçamento da UE, tendo em vista a

¹¹ Fonte: *European Private Equity & Venture Capital Association*.

¹² Regulamento (UE) n.º 345/2013.

¹³ Regulamento (UE) n.º 346/2013.

¹⁴ As Orientações da Comissão relativas aos auxílios estatais que visam promover o financiamento de risco clarificam as condições em que os Estados-Membros podem criar regimes destinados a estimular o capital de risco, JO C 19 de 22.1.2014, p. 4.

mobilização de capitais privados. Este conjunto abrangente de medidas incluirá igualmente a promoção das melhores práticas em matéria de incentivos fiscais.

As autoridades públicas podem ainda apoiar as instituições financeiras a criar fundos para o desenvolvimento das empresas, a fim de promover o financiamento por capitais próprios nas PME. Os Estados-Membros devem proceder ao intercâmbio das melhores práticas na matéria, a fim de um maior leque de PME poder beneficiar destes regimes. A Comissão irá colaborar com os Estados-Membros e as autoridades de supervisão prudencial, com vista a apoiar o desenvolvimento de fundos propulsionados pelo setor empresarial, orientados para a promoção do crescimento das empresas, para reforçar os fundos próprios das PME.

1.3. Apoiar as PME que pretendem obter financiamento

O défice de informação entre as PME e os investidores pode constituir um obstáculo ao financiamento não bancário. Os custos de pesquisa, nomeadamente, impedem os investidores potenciais de identificar e analisar as empresas suscetíveis de lhes interessar para efeitos de investimento. É necessário, por um lado, sensibilizar as pequenas empresas que necessitam de fundos para as possibilidades de financiamento propiciadas pelo mercado e, por outro, tornar estas empresas mais visíveis para os investidores potenciais a nível local e pan-europeu.

A primeira etapa consistiria em assinalar claramente às PME as possibilidades de financiamento de que dispõem no mercado, através de uma série de dispositivos criados por iniciativa das autoridades públicas e do mercado. Numa fase inicial, os bancos que recusam um crédito a uma PME, deveriam indicar-lhe as respetivas razões¹⁵ que, nalguns casos, se prendem com o facto de existirem outros meios de financiamento mais adequados.

Nalguns Estados-Membros, a oferta de serviços de consultoria às empresas é cada vez maior, com a instituição de diversos sistemas públicos e privados neste domínio¹⁶. A Comissão irá facilitar o intercâmbio das melhores práticas, a fim de as PME que pretendam obter financiamento com base no mercado disporem de um apoio eficaz e de fontes de informação fiáveis em todos os Estados-Membros.

Estas infraestruturas locais ou nacionais destinadas a divulgar informações sobre as novas oportunidades em matéria de financiamento poderão servir de base para instituir um sistema de informação que assegure a ligação, a nível de toda a Europa, entre os potenciais prestadores de serviços de financiamento externo e as PME que pretendem obter financiamento. Poderiam ser criadas ligações transfronteiras para associar os sistemas nacionais existentes, reunindo os investidores e as PME em toda a Europa. Um sistema que interligasse as estruturas nacionais preservaria os conhecimentos a nível local, um aspeto importante no setor das PME, e permitiria a estas últimas disponibilizar aos investidores, a nível europeu, um conjunto de dados essenciais no domínio financeiro e do crédito. Uma condição para que um sistema deste tipo seja fonte de valor acrescentado consiste em garantir uma comparabilidade suficiente dos dados fundamentais, por forma a que os investidores potenciais em toda a União Europeia disponham de uma visão exata e fiável da situação financeira das PME. A participação das PME neste sistema e a disponibilização de eventuais informações seria assegurada numa base voluntária. A Comissão procedeu recentemente a um

¹⁵ Em conformidade com o artigo 431.º, n.º 4, do Regulamento Requisitos de Fundos Próprios, com a última redação que lhe foi dada.

¹⁶ Exemplos incluem nomeadamente Aktiespararna (Suécia), Médiateur du Credit (França), Better Business Finance (Reino Unido), Investomierz (Polónia) e Industrie- und Handelskammern (Alemanha).

levantamento¹⁷ das informações sobre a solvabilidade das PME, que evidenciou a existência de uma enorme disparidade na UE no que respeita ao tipo de informações partilhadas, às entidades que as divulgam, à forma como são partilhadas e às entidades que a elas têm acesso. O lançamento eletrónico da nova base de dados sobre os empréstimos às empresas (AnaCredit) do BCE, previsto para 2018, facilitará a normalização dos dados em matéria de crédito.

A Comissão apresentará uma estratégia global para superar os obstáculos em matéria de informação que impedem as PME e os investidores potenciais de identificar oportunidades em matéria de financiamento ou investimento. Para o efeito:

- **Colaborará com as federações bancárias europeias e as associações empresariais europeias no intuito de estruturar a informação prestada pelos bancos para fundamentar a sua rejeição dos pedidos de crédito das PME;**
- **Colaborará com a *Entreprise Europe Network* para identificar as atuais capacidades locais ou nacionais em matéria de apoio e aconselhamento em toda a UE, com vista a promover as melhores práticas de assistência às PME que possam beneficiar de fontes de financiamento alternativas;**
- **Com base nos trabalhos já realizados pelo BCE e nos Estados-Membros, estudará a forma de desenvolver ou apoiar sistemas de informação pan-europeus para interligar os sistemas nacionais que reúnam as PME que requerem financiamento e as entidades de financiamento, para além de tomar outras medidas adicionais, caso necessário.**

1.4. Fundos para empréstimos

Os grandes investidores institucionais ou os fundos de investimento podem investir em, ou proceder diretamente à concessão de, empréstimos (por vezes, em parceria com os bancos) a empresas de dimensão média, assegurando assim uma maior diversificação no domínio da intermediação de crédito e aumentando as oportunidades de financiamento. Segundo algumas estimativas, no final de 2014, mais de 350 operações haviam sido concluídas por 36 mutuantes alternativos em pouco mais de dois anos. O volume das operações realizadas por fundos para empréstimos diretos na Europa aumentou 43 % no período compreendido entre 2013 e 2014. Existem atualmente 40 fundos para empréstimos diretos em atividade (contra 18 em 2012) e outros 81 fundos novos no mercado, que preveem mobilizar cerca de 70 mil milhões de EUR¹⁸. Trata-se potencialmente de uma importante fonte de crédito não bancário no futuro.

Os EuVECA e os fundos europeus de investimento a longo prazo (ELTIF)¹⁹ podem conceder empréstimos numa medida limitada. Alguns Estados-Membros introduziram igualmente regimes específicos na sua legislação nacional para estabelecer as condições em que os fundos de investimento alternativos podem proceder à concessão de empréstimos. Daí que os fundos que desenvolvem atividades em vários Estados-Membros sejam obrigados a respeitar diferentes requisitos legais no quadro das suas atividades de concessão de empréstimos. Clarificar o quadro regulamentar aplicável aos fundos para empréstimos poderia facilitar o

¹⁷ Ver o Relatório sobre a Estabilidade e a Integração Financeira Europeia, abril de 2015, capítulo 7.

¹⁸ Fonte: AIMA, *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment*, maio de 2015.

¹⁹ Regulamento relativo aos fundos europeus de investimento a longo prazo, PE-CONS 97/14 de 20.03.2015.

seu desenvolvimento transfronteiras, assegurando simultaneamente a sua regulamentação adequada do ponto de vista da proteção dos investidores e da estabilidade financeira.

A Comissão irá colaborar com os Estados-Membros e as Autoridades Europeias de Supervisão (ESA) para avaliar a necessidade de uma abordagem coordenada quanto à concessão de empréstimos pelos fundos e a oportunidade de um futuro quadro regulamentar da UE.

1.5. Colocações privadas

As empresas europeias manifestam um interesse cada vez maior em recorrer aos mercados de «colocações privadas» para mobilizar capitais (sobretudo a partir de 20 milhões de EUR), ou seja, mediante a emissão de instrumentos de dívida junto dos investidores institucionais ou de outros investidores de experiência comprovada. Devido ao número restrito e ao tipo de investidores em causa, este meio de financiamento desencadeia a aplicação de requisitos regulamentares menos onerosos²⁰. As colocações privadas na Europa aumentaram cerca de 30 % em 2014, tendo passado de 13 mil milhões de EUR em 2013 para 17 mil milhões de EUR em 2014²¹. No entanto, as empresas europeias mobilizaram um montante muito mais avultado de fundos no âmbito de colocações privadas nos mercados americanos. O investimento privado europeu circunscreve-se igualmente a um pequeno número de países. Todas estas considerações levam a pensar que este meio de financiamento apresenta o potencial de se desenvolver ainda mais na Europa. Anteriormente, a Comissão havia determinado que o seu desenvolvimento era entravado pela falta de normalização dos processos e da documentação. A Comissão manifesta, portanto, o seu pleno apoio aos trabalhos realizados pela *International Capital Market Association (ICMA)*²² e pelo regime alemão *Schuldscheine*²³ sobre estas questões e procurará inspirar-se nas melhores práticas, promovendo a sua aplicação em toda a UE, mediante iniciativas adequadas.

²⁰ 52 % das operações no domínio das aplicações privadas, excluindo as realizadas no mercado alemão *Schuldscheine*, são cotadas. Fonte: S&P *First European Private Placement League Table*, 2015.

²¹ Fonte: S&P

²² Em fevereiro de 2015, a ICMA publicou o *Pan-European Corporate Private Placement Guide* (guia de aplicações privadas a favor das empresas a nível pan-europeu). O referido guia promove a utilização da documentação normalizada elaborada pela *Loan Market Association* (regida pelo direito inglês) e pelo grupo de trabalho *Euro-PP Working Group* (regido pelo direito francês). Esta iniciativa centra-se exclusivamente na dívida das empresas.

²³ Por exemplo, o setor segurador alemão desenvolveu um regime simples, reconhecido pela sua autoridade de supervisão (BaFin), que permite às seguradoras calcular facilmente a um conjunto pré-determinado de indicadores financeiros a utilizar para avaliar a solvabilidade, bem como para avaliar o cumprimento dos requisitos de fundos próprios no que respeita aos investimentos em aplicações privadas.

2. FACILITAR ÀS EMPRESAS A ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO E A MOBILIZAÇÃO DE CAPITAIS NOS MERCADOS BOLSISTAS

As ofertas públicas de instrumentos de dívida ou de fundos próprios constituem o meio de financiamento principal a que as grandes e médias empresas recorrem quando pretendem mobilizar montantes superiores a 50 milhões de EUR. Estas emissões permitem obter o acesso a um conjunto alargado de organismos de financiamento e proporcionam oportunidades de aplicação financeira para os capitais de investimento e os investidores providenciais. Os mercados bolsistas são fundamentais para assegurar a transição das médias empresas em forte crescimento que pretendem impor-se no palco mundial. Por exemplo, as sociedades cotadas no mercado AIM²⁴ registaram, em média, um aumento de 37 % do volume de negócios e de 20 % dos seus efetivos no ano seguinte ao da sua oferta pública inicial (OPI)²⁵. A existência de mercados bolsistas eficientes constitui, por conseguinte, um elemento determinante da cadeia de financiamento.

Muito embora os mercados europeus de capitais próprios e de dívida tenham registado um desenvolvimento significativo ao longo das últimas décadas, continuam a estar muito aquém dos existentes noutras economias desenvolvidas. Além disso, verificam-se grandes disparidades entre os Estados-Membros da UE, que são devidas ao facto de as empresas apresentarem uma dimensão distinta e terem necessidades de financiamento diferentes, para além de algumas sociedades preferirem manter uma estrutura de propriedade e controlo de âmbito familiar²⁶. A consulta sobre a União dos Mercados de Capitais também evidenciou, contudo, uma preocupação generalizada quanto ao facto de o quadro regulamentar da UE não ser eventualmente conducente ao desenvolvimento destas vias de financiamento. Por exemplo, o recente relatório elaborado pela Task Force da UE sobre as ofertas públicas iniciais estima que, em relação às ofertas públicas iniciais de montante inferior a 6 milhões de EUR, os encargos em matéria de admissão à negociação representam, só por si, 10 a 15 % do valor da operação. A título de comparação, para as operações de maior dimensão (50 a 100 milhões de EUR), estes encargos correspondem a cerca de 5-8 %²⁷. Atualmente, muitas PME consideram que estes custos iniciais (e ulteriores) inerentes à cotação na bolsa excedem as vantagens que advêm da abertura do seu capital ao público²⁸. A redução dos custos de admissão à negociação poderia permitir a um maior número de empresas proceder a uma mobilização de capitais nos mercados bolsistas²⁹.

Para as empresas que pretendem mobilizar fundos, o acesso aos mercados bolsistas passa antes de mais pela elaboração de um prospeto. Os prospectos são os documentos exigidos pela legislação que apresentam todas as informações sobre uma empresa de que os investidores necessitam para tomar decisões com conhecimento de causa quanto à realização ou não de um

²⁴ Um sistema de negociação multilateral (MTF) específico, consagrado às PME, na bolsa de valores de Londres.

²⁵ *Improving the market performance of business information regarding SMEs*, ECSIP Consortium 2013.

²⁶ Em 2009, mais de 60 % das sociedades europeias eram empresas familiares. Fonte: Comissão Europeia, Relatório final do Grupo de Peritos intitulado «*Overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies*».

²⁷ Relatório elaborado pela Task Force da UE sobre a oferta pública inicial (*European Issuers, EVCA e FESE*), 23 de março de 2015.

²⁸ Relatório Demarigny, *An EU-listing Small Business Act*, março de 2010.

²⁹ Segundo um estudo recente da OXERA, o custo médio para os investidores que pretendem obter informações sobre um investimento ascende a 58 USD nos EUA contra 430 EUR na UE.

investimento. Procedeu-se a uma harmonização dos requisitos em matéria de prospectos, a fim de permitir a comparação das oportunidades de investimento em toda a UE. Não obstante, a elaboração de prospectos é dispendiosa e complexa, nomeadamente para as PME, dado estes atingirem normalmente várias centenas de páginas. Deste modo, podem ser documentos complexos e excessivamente pormenorizados para as necessidades dos investidores, sendo a informação que é determinante para a realização do investimento difícil de identificar.

A Comissão irá modernizar a Diretiva Prospectos³⁰, de molde a atualizar as condições em que é necessário um prospecto, simplificar as informações necessárias e o processo de aprovação, para além de criar um regime de elaboração de prospecto e de acesso aos mercados de capitais verdadeiramente proporcionado para as PME. A Comissão irá igualmente examinar a forma de apoiar as PME europeias no âmbito do processo da sua admissão à negociação através de estruturas europeias de consultoria como, por exemplo, a Plataforma Europeia de Aconselhamento ao Investimento.

Para além do prospecto, a mobilização de capitais nos mercados bolsistas suscita toda uma série de desafios de outro teor. Os mercados de PME em crescimento, introduzidos pela Diretiva MiFID II, irão - a partir de 2017 - criar as condições necessárias para que as novas empresas possam preparar-se para a sua eventual admissão à negociação numa bolsa de valores de maior dimensão. A criação deste mercado específico pode assumir particular importância para o desenvolvimento de mercados locais ou de novos emitentes. Para que estas plataformas específicas possam tirar pleno partido da União dos Mercados de Capitais, a Comissão assegurará, no âmbito da aplicação da Diretiva MiFID II, que os requisitos que lhes sejam aplicáveis assegurem o devido equilíbrio entre uma proteção suficiente dos investidores e a necessidade de evitar a imposição de encargos administrativos desnecessários.

Para os investidores, o acesso às PME em elevado crescimento nas bolsas de valores abertas ao público pode revelar-se atraente devido aos rendimentos potenciais e às vantagens que advêm da diversificação. Podem vir a ser dissuadidos, contudo, pela falta de fontes de informação e pela menor liquidez destes mercados³¹. As respostas à consulta realçaram que os dois principais problemas enfrentados pelas PME que pretendem ser admitidas à negociação nos mercados bolsistas são a falta de atenção de que são objeto por parte dos analistas financeiros³² e os requisitos no que se refere à informação adicional a prestar. Muitas PME admitidas à negociação em sistemas de negociação multilateral (MTF) comunicam informações financeiras apenas com base nas normas de contabilidade nacionais, que podem ser insuficientes para responder às necessidades dos investidores internacionais devido à falta de comparabilidade. A Comissão examinará igualmente com o International Accounting Standards Board (IASB) a possibilidade de desenvolver uma solução, de cariz voluntário, em matéria de contabilidade especificamente concebida para as sociedades admitidas à negociação nos mercados de PME em crescimento.

A Comissão analisará os obstáculos regulamentares enfrentados pelas pequenas empresas no que respeita à sua admissão à negociação nos mercados bolsistas e

³⁰ No âmbito do programa REFIT da Comissão relativo à simplificação e à redução dos encargos regulamentares.

³¹ Ver o estudo da Comissão: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

³² Por exemplo, a APG declarou, na sua resposta à consulta, que 50 % das PME cotadas na Euronext em Amsterdão, Bruxelas, Paris e Lisboa não eram objeto de qualquer análise financeira e 16 % eram apenas seguidas por um único analista financeiro.

colaborará estreitamente com os novos mercados de PME em crescimento ao abrigo da Diretiva MiFID II, no intuito de garantir que o quadro regulamentar aplicável a estes mercados incubadores se adeque aos objetivos prosseguidos.

Para as empresas de maior dimensão, a emissão de obrigações constitui um mecanismo essencial para financiar a dívida em maior escala. Graças aos níveis historicamente baixos das taxas de juro, o volume total das obrigações emitidas em euros pelas sociedades não financeiras quase duplicou entre 2008 e 2014, tendo alcançado 340 mil milhões de EUR³³.

Não obstante este nível sem precedentes de emissões primárias, alguns operadores no mercado manifestaram preocupações quanto à reduzida liquidez nos mercados secundários, o que dificulta a compra e a venda destes instrumentos. Uma liquidez limitada poderá vir a traduzir-se num aumento dos prémios de iliquidez e em maiores custos de contração de empréstimos. Em caso de uma deterioração das condições de crédito, algumas empresas poderiam rapidamente deparar-se com dificuldades para aceder aos mercados da dívida.

A Comissão procederá a uma análise do funcionamento dos mercados de obrigações de empresas na UE, concentrando-se nas formas de melhorar a liquidez do mercado, no impacto potencial das reformas regulamentares, na evolução do mercado e na normalização voluntária da documentação de oferta.

A criação de um sistema consolidado de publicação de informações financeiras em contínuo para os instrumentos de capital próprio, a partir de 2017, e para os instrumentos financeiros equiparáveis a partir de 2018, conforme exigido pela Diretiva MiFID II, irá tornar mais fácil que as entidades de regulamentação e os operadores no mercado disponham de uma melhor panorâmica geral do mercado, o que deverá tornar os mercados de capitais da UE mais atraentes para os investidores. A Comissão continuará a acompanhar a evolução neste domínio.

As divergências no tratamento fiscal aplicável aos diferentes instrumentos financeiros podem comprometer a eficiência do financiamento no mercado de capitais. A dívida beneficia de um tratamento fiscal preferencial, decorrente da dedutibilidade dos pagamentos de juros, em detrimento de outros instrumentos financeiros, nomeadamente os fundos próprios. A correção desta distorção fiscal estimularia o investimento em capitais próprios e reforçaria os fundos próprios das empresas. Além disso, são patentes as vantagens em termos de estabilidade financeira, uma vez que as empresas que dispusessem de uma base mais sólida em termos de fundos próprios apresentariam uma menor vulnerabilidades aos choques. Trata-se de um aspeto particularmente válido no que respeita aos bancos.

No âmbito dos trabalhos mais latos a serem desenvolvidos quanto à matéria coletável comum consolidada do imposto sobre as sociedades (CCCTB), em que deverá ser elaborada uma nova proposta a este respeito em 2016, a Comissão examinará eventuais formas de retificar esta distorção fiscal a favor da dívida.

³³ Fonte: Bloomberg

3. INVESTIR A LONGO PRAZO: REALIZAR INVESTIMENTOS SUSTENTÁVEIS E EM INFRAESTRUTURAS

A Europa requer um importante volume de novos investimentos a longo prazo e sustentáveis para manter e aumentar a sua competitividade, bem como para assegurar a transição para uma economia hipocarbónica e eficiente a nível da afetação de recursos. A União dos Mercados de Capitais apoiará os investidores a tomar decisões de investimento com conhecimento de causa e a controlar os riscos a eles inerentes.

3.1. Melhorar as condições de investimento através do quadro regulamentar

O quadro normativo tem uma incidência significativa nas decisões tomadas pelos investidores, nomeadamente no que respeita aos investimentos a longo prazo. Os grandes investidores institucionais são as entidades que tradicionalmente asseguram o financiamento destes últimos. As seguradoras, os fundos de pensões e os novos fundos de dívida podem beneficiar dos fluxos de receitas estáveis provenientes do financiamento de infraestruturas com os correspondentes prazos de vencimento mais alargados. Alguns bancos também participam de forma ativa no financiamento dos projetos de infraestruturas, paralelamente aos bancos de fomento nacionais.

Até recentemente, os investimentos em infraestruturas transfronteiras eram entravados pela ausência de veículos geralmente reconhecidos de investimento e de mobilização de fundos. A recente adoção do Regulamento relativo ao Fundo Europeu de Investimento a Longo Prazo (ELTIF), que começará a produzir efeitos a partir de dezembro de 2015, cria um novo veículo de financiamento transfronteiras para estes projetos de longo prazo (por exemplo, nos domínios da energia, dos transportes e das infraestruturas de comunicação; infraestruturas industriais e de serviços; e habitação). Este regulamento combina as vantagens do passaporte transfronteiras com a possibilidade de mobilizar capitais a longo prazo junto dos investidores de menor dimensão (regimes de pensões locais, autarquias, planos de pensões de empresas, etc.), nomeadamente os pequenos investidores³⁴. Permitirá aos gestores de ativos propor aos investidores o acesso a uma gama mais alargada de ativos, incluindo infraestruturas, o que não era possível ao abrigo do quadro regulamentar anteriormente em vigor. O tratamento fiscal nacional aplicável neste contexto será importante para o êxito dos ELTIF, pelo que a Comissão convida os Estados-Membros a assegurarem um tratamento fiscal equivalente ao aplicável aos regimes nacionais semelhantes.

Um dos principais problemas em matéria de regulamentação prende-se com a ausência de um cálculo distinto e devidamente calibrado dos fundos próprios regulamentares de que os investidores institucionais devem dispor para assegurar a cobertura dos seus investimentos em infraestruturas. A Comissão irá propor uma definição de investimentos em infraestruturas que proporcionem fluxos de caixa a longo prazo previsíveis e cujos riscos possam ser devidamente identificados, geridos e controlados pelas seguradoras. Esta definição comum permitirá que as infraestruturas possam ser tratadas como uma categoria específica de ativos e permitirá ajustamentos ao quadro regulamentar, se for caso disso.

³⁴ Os gestores autorizados ao abrigo da Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (AIFMD) e estabelecidos na UE podem assegurar que os fundos por eles geridos sejam consagrados a investimentos em ativos de longo prazo, ilíquidos ou de venda difícil, tais como os projetos de infraestruturas e as PME, que requerem um financiamento estável ao longo de um certo número de anos. Em contrapartida, é provável que estes ativos resultem no desembolso de um «prémio de iliquidez», ou seja, num rendimento mais elevado ou mais estável, para compensar o facto de os investidores se depararem com a impossibilidade de recuperar os seus fundos antes de uma determinada data.

Os bancos também continuam a desempenhar um papel importante no que respeita à concessão ou intermediação de empréstimos a favor dos projetos de infraestruturas. Em julho de 2015, a Comissão publicou um documento de consulta sobre o impacto potencial do Regulamento Requisitos de Fundos Próprios (CRR)³⁵ e da Diretiva Requisitos de Fundos Próprios (CRD IV)³⁶ no crédito bancário à economia, analisando também os requisitos de fundos próprios aplicáveis aos bancos no que se refere aos financiamentos a longo prazo em infraestruturas. O objetivo consiste em melhor compreender a incidência das novas regras relativas aos requisitos de fundos próprios no financiamento das infraestruturas e noutros investimentos que contribuem para apoiar o crescimento sustentável a longo prazo.

Para facilitar o financiamento dos investimentos em infraestruturas e dos investimentos sustentáveis a longo prazo na Europa, a Comissão irá apresentar uma revisão das calibrações previstas ao abrigo do regime Solvência II, no intuito de sujeitar as empresas de seguros a um tratamento regulamentar que reflita melhor o risco inerente aos investimentos em infraestruturas e em fundos ELTIF. A Comissão concluirá o reexame do regulamento CRR e introduzirá alterações nas calibrações relativas às posições em risco sobre infraestruturas, se for caso disso.

3.2. Apoiar o financiamento a longo prazo e de infraestruturas

A dimensão da crise e a natureza da retoma conduziram a grande défice de investimento em infraestruturas na economia da UE. O Banco Europeu de Investimento (BEI) estima que, no total, as necessidades cumuladas em matéria de investimento em infraestruturas na UE poderiam atingir até 2 biliões de EUR para o período até 2020³⁷.

Os investidores institucionais e outros investidores privados podem constituir uma importante fonte de financiamento para os investimentos em infraestruturas, dado que estes últimos podem assegurar rendimentos estáveis e apresentam um historial relativamente sólido quanto ao seu desempenho creditício³⁸. Há indícios que apontam para o facto de estes investidores pretenderem investir cada vez mais em projetos de infraestruturas. No que se refere aos projetos a longo prazo mais ambiciosos e que desencadeiam grandes transformações, é frequentemente necessária a intervenção das autoridades públicas para lançar o processo³⁹.

No âmbito do Plano de Investimento, o Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos (FEIE) irá mobilizar, entre 2015 e 2017, 315 mil milhões de EUR a título de novos investimentos adicionais na UE, dos quais 240 mil milhões serão consagrados a projetos de infraestruturas e inovação. O Portal Europeu de Projetos de Investimento permitirá aos promotores de projetos na UE entrar em contacto com os investidores potenciais, a fim de partilhar com eles os seus projetos e ideias em matéria de investimento, e a Plataforma

³⁵ Regulamento (UE) n.º 575/2013

³⁶ Diretiva 2013/36/UE.

³⁷ Ver documento de trabalho do BEI, 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, página 11.

³⁸ Um estudo global realizado pela Moody's sobre as taxas de incumprimento e de recuperação no período compreendido entre 1983 e 2012 revela que a taxa de incumprimento cumulativa a 10 anos para o setor das infraestruturas é de 6,6 %, o que é inferior à registada para o financiamento de projetos por empréstimos bancários. Além disso, a taxa de recuperação em caso de incumprimento dos empréstimos destinados a financiar infraestruturas é igualmente elevada (até 80 %).

³⁹ Por exemplo, em 2013, o investimento total em infraestruturas públicas na UE-28 ascendeu a 450 mil milhões de EUR. Os investimentos públicos representaram 90 % deste montante, tendo os investimentos privados (incluindo as parcerias público-privadas) representado aproximadamente 10 %; documento de trabalho do BEI 2013/02, página 7.

Europeia de Aconselhamento ao Investimento (PEAI) servirá de balcão único para efeitos de orientação e aconselhamento no que respeita aos investimentos em infraestruturas na UE.

O novo Fundo Europeu para Investimentos Estratégicos (FEIE), quando possível em articulação com os Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEI), permite o recurso a uma grande diversidade de soluções em matéria de financiamento e partilha de riscos mediante a utilização de instrumentos financeiros inovadores como, por exemplo, as plataformas ou os fundos de investimento. O recurso às estruturas dos fundos de investimento, incluindo eventualmente sob a forma de fundos ELTIF, em condições de mobilizar capitais junto dos pequenos investidores de retalho, ou das plataformas de investimento no âmbito do FEIE, permitirá combinar recursos públicos e privados e melhorar as perspetivas em termos de relação de risco/rendimento.

Em relação ao FEIE, a Comissão e o Banco Europeu de Investimento (BEI) fornecerão orientações quanto aos requisitos a respeitar pelas estruturas de coinvestimento, a fim de estas serem elegíveis para efeitos de apoio pelo Fundo. Além disso, a PEAI prestará assistência técnica aos investidores que ponderem a possibilidade de recorrer a essas estruturas. Por outro lado, a Comissão manifesta a sua disponibilidade para cooperar com os investidores privados no sentido de conjugar os recursos da UE com os do setor privado, a fim de aumentar o financiamento a favor dos investimentos em infraestruturas e do crescimento sustentável.

3.3. Orientar o financiamento para a sustentabilidade ambiental

A existência de mercados financeiros eficientes pode contribuir para que os investidores tomem decisões de investimento com conhecimento de causa, analisem e valorizem os riscos a longo prazo e as oportunidades, resultantes da transição em direção a uma economia sustentável e favorável ao clima. Esta reorientação do investimento pode contribuir para a consecução dos objetivos da política energética e climática para 2030, bem como para a observância dos compromissos assumidos pela UE no que respeita aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Em especial, a recente emissão de obrigações ambientais, sociais e de governação (ESG) poderá contribuir para orientar os capitais para investimentos sustentáveis: em 2014, assistiu-se a um crescimento exponencial da emissão de obrigações ecológicas - 35 mil milhões de EUR contra 8 mil milhões de EUR em 2013 e mil milhões de EUR em 2012. O rápido crescimento deste mercado tem vindo a ser fomentado pelo processo de normalização induzido pelo mercado, que tem em conta os critérios de seleção dos projetos elaborados por instituições financeiras internacionais como o Banco Mundial, o BEI e o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD). Os operadores no mercado desenvolveram igualmente orientações voluntárias, os denominados «*Green Bond Principles*» (princípios relativos às obrigações verdes), para promover a transparência e a integridade no desenvolvimento do mercado das obrigações ecológicas, e clarificar o que constitui uma «obrigação ecológica». A Comissão continuará a acompanhar e a apoiar qualquer evolução no domínio do investimento em obrigações ESG e avaliará a necessidade de elaborar normas aplicáveis às obrigações ecológicas na UE, no intuito de ajudar os investidores a tomar decisões de investimento que se enquadrem numa abordagem mais sustentável a longo prazo.

3.4. Apelo à apresentação de contribuições sobre o quadro regulamentar em vigor

No âmbito de um consenso internacional, a UE tomou medidas essenciais para restabelecer a estabilidade financeira e a confiança do público no sistema financeiro. É importante que a legislação da UE assegure o devido equilíbrio entre um menor risco e um maior crescimento, para além de não criar inadvertidamente novos obstáculos. Tendo em vista a consecução deste objetivo, a Comissão irá empreender, paralelamente ao presente Plano de Ação, uma análise exaustiva sobre a legislação financeira adotada em resposta à crise financeira, para aferir o seu

impacto global e a sua coerência. A referida análise visa avaliar a coerência global do quadro em vigor. Atendendo aos diferentes diplomas legislativos adotados ao longo dos últimos anos e às suas inúmeras interações, existe o risco de o seu impacto global poder ter algumas consequências imprevistas, que podem não ser identificadas nas diversas análises setoriais. A coerência regulamentar e a segurança jurídica são determinantes para a tomada de decisões pelos investidores. Se forem apresentados elementos claros para fundamentar certas alterações específicas e concretas, tal poderia contribuir para melhorar em maior grau o quadro em que os investidores desenvolvem atividades e para alcançar os objetivos visados pela União dos Mercados de Capitais.

Com base nos trabalhos do Parlamento Europeu e de organismos internacionais como o Conselho de Estabilidade Financeira e o Comité de Basileia de Supervisão Bancária, a Comissão lança hoje um apelo à apresentação de contribuições para melhor aferir as interações entre as regras e o impacto acumulado das reformas financeiras nas condições de investimento.

4. PROMOVER O INVESTIMENTO INSTITUCIONAL E DE RETALHO

A União dos Mercados de Capitais visa assegurar uma utilização mais eficiente da poupança europeia através de uma melhor correspondência entre as necessidades dos aforradores e dos mutuários, reforçando assim o desempenho económico da economia da UE⁴⁰. Uma maior confiança e segurança por parte dos investidores pode ajudá-los a tomar as decisões de investimento adequadas. É amplamente reconhecido que, devido ao aumento da esperança de vida e à evolução demográfica, impõe-se uma maior poupança-reforma da parte dos pequenos investidores. Simultaneamente, muitos investidores institucionais, operando num quadro caracterizado por baixas taxas de juro, deparam-se com um número insuficiente de investimentos suscetíveis de assegurar o rendimento necessário para cumprir os compromissos por eles assumidos.

4.1. Pequenos investidores

Atualmente, os pequenos investidores na Europa dispõem de avultados montantes de aforro em contas bancárias, mas participam menos diretamente nos mercados de capitais do que no passado. A detenção direta de ações pelos particulares na Europa diminuiu, tendo passado de 28 % em 1975 para 10-11 % desde 2007⁴¹, para além de a proporção de pequenos investidores entre os acionistas na sua globalidade ser inferior a metade do nível alcançado na década de setenta. A supressão dos obstáculos ao aforro dos pequenos investidores através dos mercados de capitais exige a existência de mercados financeiros concorrenciais que propiciem um leque de escolha aos clientes, por forma a permitir-lhes proceder à comparação dos produtos e escolher os instrumentos de poupança mais adequados, a preços competitivos. No intuito de promover uma maior transparência a nível dos produtos de retalho, a Comissão convidará as Autoridades Europeias de Supervisão (ESA), conforme previsto no artigo 9.º dos Regulamentos que as instituem, a desenvolver trabalhos relativos à transparência dos produtos de pensões e de retalho a longo prazo, bem como a proceder a uma análise do atual desempenho líquido e dos encargos neste domínio.

⁴⁰ Por exemplo: ver o relatório de Oliver Wyman (2012), «*The real financial crisis: why financial intermediation is failing*»; Relatório da Task Force IPO, «*Rebuilding IPOs in Europe*», 23 de março de 2015.

⁴¹ OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012*.

Até ao final de 2015, a Comissão publicará um Livro Verde sobre os serviços financeiros de retalho e os seguros, a fim de recolher opiniões sobre a forma de aumentar o leque de escolha, a concorrência e a oferta transfronteiras de produtos financeiros de retalho, e ainda sobre o impacto da digitalização nos serviços financeiros de retalho.

Dado adquirirem produtos de investimento apenas pontualmente, é difícil para os pequenos investidores familiarizarem-se suficientemente com os mercados de capitais⁴². Muito embora incumba sobretudo ao setor financeiro restabelecer a confiança dos pequenos investidores nos mercados de capitais, a regulamentação e a supervisão podem contribuir para definir as «regras do jogo».

Uma melhor informação e aconselhamento são condições *sine qua non* para restabelecer a confiança dos pequenos investidores no financiamento com base no mercado. Um primeiro passo nesta direção consiste em garantir a transparência. Deve ser facultado o acesso a informações úteis e de elevada qualidade, de forma comparável e transparente, no que respeita a todos os produtos de investimento, nomeadamente sobre as principais características dos produtos (por exemplo, custos, rendimentos possíveis e riscos). Ao longo dos últimos anos, a UE tem vindo a realizar progressos significativos no sentido de melhorar os requisitos quanto à comunicação de informações em todos os setores, tendo diversas medidas legislativas introduzido novas obrigações neste domínio⁴³. Estão ainda a ser elaboradas algumas regras de execução pormenorizadas, as quais deverão entrar progressivamente em vigor ao longo dos próximos anos. No intuito de garantir a consecução dos objetivos visados pelas recentes reformas legislativas, uma avaliação exaustiva da eficácia deste novo quadro em matéria de comunicação de informações poderia contribuir para verificar a sua coerência, identificar as eventuais lacunas ou duplicações desnecessárias e servir de base para simplificar os requisitos, caso necessário.

Além disso, para uma melhor mobilização da poupança canalizada através dos mercados de capitais, impõe-se o acesso fácil por parte dos pequenos investidores a uma gama de produtos de investimento adequados e com uma boa relação custo-eficácia, bem como um aconselhamento independente e a preços razoáveis. Algumas das respostas apresentadas no âmbito da consulta sublinharam que, atualmente, os pequenos investidores apenas recebem uma reduzida contrapartida pela assunção dos maiores riscos inerentes aos investimentos com base no mercado, devido aos elevados encargos de intermediação e distribuição. A legislação adotada no domínio da Diretiva MiFID II, da regulamentação sobre os pacotes de produtos de investimento de retalho baseados nos seguros (PRIIP) e da Diretiva relativa à distribuição de produtos de seguros (IDD) introduz alterações importantes na regulamentação aplicável ao aconselhamento em matéria de investimento e à comunicação de informação sobre os produtos. A transição para a distribuição eletrónica de produtos de investimento e o aparecimento de novas soluções no domínio da tecnologia financeira constituem uma oportunidade para desenvolver novos serviços de aconselhamento e plataformas de distribuição em linha, de «acesso livre». Será importante garantir que esta evolução seja

⁴² Em 2013, apenas 35 % dos pequenos investidores depositavam confiança no cumprimento das regras de proteção dos consumidores por parte dos prestadores de serviços de investimento. Comissão Europeia (2013), Inquérito de acompanhamento do mercado, 2010-2013.

⁴³ Diretiva 2014/91/UE; Regulamento (UE) n.º 1286/2014; Diretiva 2014/65/UE; Diretiva relativa à distribuição de produtos de seguros (IDD), 10747/15; Diretiva 2009/138/CE e proposta da Comissão de um regulamento relativo à notificação e à transparência das operações de financiamento através de valores mobiliários (OFVM), COM/2014/040 final.

acompanhada de uma avaliação objetiva das soluções de investimento propostas aos pequenos investidores, bem como dos respetivos resultados.

A Comissão irá empreender uma análise exaustiva dos mercados europeus de produtos de investimento de retalho, incluindo os seus canais de distribuição e o aconselhamento em matéria de investimento, com base nas contribuições de peritos. A análise identificará formas de melhorar o quadro estratégico e os canais de intermediação, por forma a facultar aos pequenos investidores o acesso a produtos adequados em condições rentáveis e equitativas. Examinará também de que modo o quadro estratégico deve evoluir, a fim de tirar proveito das novas possibilidades propiciadas pelos serviços eletrónicos e pela tecnologia financeira.

As famílias europeias enfrentam uma série de desafios no que se refere a uma poupança-reforma eficiente⁴⁴, no contexto do aumento da esperança de vida, das pressões orçamentais a nível de cada país e da vigência prolongada de baixas taxas de juro. Assim, a Comissão tem vindo a apoiar o desenvolvimento de planos de pensões individuais e coletivos, a fim de complementar os regimes públicos de pensões de reforma.

O sistema financeiro da UE deve apoiar as pessoas que desenvolvem esforços para assegurar a sua poupança-reforma. Para o efeito, é necessário adotar medidas estratégicas destinadas a incentivar e a eliminar os obstáculos ao desenvolvimento dos planos de pensões individuais («terceiro pilar») na Europa.

Atualmente, não existe um verdadeiro mercado único para as pensões individuais do «terceiro pilar». A falta de uniformidade das regras a nível nacional e da UE entrava o pleno desenvolvimento de um grande mercado concorrencial para as pensões individuais⁴⁵. A fragmentação do mercado impede os prestadores de planos de pensões individuais de maximizar as economias de escala, de diversificar os riscos e de inovar, limitando portanto a escolha e aumentando os custos para os aforradores no domínio da poupança-reforma. Um plano europeu de pensão individual a título facultativo poderia servir de modelo regulamentar, baseado num nível adequado de proteção dos consumidores, que os prestadores de pensões poderiam optar por utilizar para comercializar os seus produtos em toda a UE. Um mercado europeu de pensões de maior dimensão, do «terceiro pilar», melhoraria igualmente a mobilização de fundos para os investidores institucionais, bem como a realização de investimentos na economia real.

A Comissão ponderará a necessidade de instituir um quadro estratégico para criar um mercado europeu de planos de pensões individuais simples, eficientes e concorrenciais, e determinará se a adoção de legislação a nível da UE é necessária para o efeito.

4.2. Investidores institucionais

Os investidores institucionais, nomeadamente as empresas de seguros de vida e os fundos de pensões são, por natureza, investidores a longo prazo. Todavia, ao longo dos últimos anos, têm vindo a abster-se de realizar investimentos nas empresas e nos projetos de longo prazo. A participação das seguradoras e dos fundos de pensões no capital próprio das empresas

⁴⁴ O Relatório de 2015 sobre a adequação das pensões: atual e futura adequação de rendimentos na velhice na UE, a publicar.

⁴⁵ O documento de consulta da EIOPA sobre a criação de um produto pan-europeu normalizado de poupança-reforma individual, publicado em 3 de julho de 2015, apresenta uma panorâmica geral da situação atual em termos dos mercados e do quadro regulamentar.

diminuiu, tendo passado de mais de 25 % da capitalização do mercado bolsista em 1992 para 8 % no final de 2012⁴⁶. Na fase atual, grande parte da sua carteira é, em geral, constituída por uma gama relativamente restrita de ativos. A UE deve apoiar os investidores institucionais, a fim de permitir-lhes assumir posições em risco no que diz respeito aos ativos de longo prazo e às PME, assegurando simultaneamente que continuem a gerir os seus ativos de forma sã e prudente.

A regulamentação prudencial, mediante a calibração dos requisitos de fundos próprios, afeta o interesse dos investidores institucionais pelo investimento em ativos específicos. A Comissão proporá calibrações mais sensíveis ao risco para os investimentos em infraestruturas e em fundos ELTIF (ver capítulo 3), bem como no que respeita aos produtos de titularização simples e transparentes (ver capítulo 5). Para além destas medidas, os resultados da consulta destacaram igualmente o facto de o tratamento prudencial aplicável, ao abrigo do regime Solvência II, ao capital próprio e à dívida com colocação privada, entrar o investimento nestas categorias de ativos.

A Comissão avaliará se são necessárias alterações e, em caso afirmativo, elaborará as referidas alterações que poderão ser apresentadas no contexto da revisão do regime Solvência II.

A parte dos fundos de investimento nos mercados bolsistas da UE passou de níveis inferiores a 10 % na década de 1990 para 21 % em 2012. Estes fundos têm igualmente vindo a tornar-se detentores cada vez mais importantes de obrigações de empresas ao longo dos últimos anos. Figuram entre os investidores transfronteiras mais ativos, mas a fragmentação do mercado continua a ser um problema premente para o setor europeu da gestão de ativos. Muitos inquiridos sustentaram, no âmbito da consulta, que vários fatores restringem a atividade transfronteiras destes fundos, incluindo um tratamento fiscal discriminatório, requisitos nacionais divergentes quanto à sua comercialização e os encargos inerentes à notificação transfronteiras. A supressão dos obstáculos injustificados incentivaria os gestores a comercializar em maior grau os seus fundos noutros países da UE e reduziria os custos para os investidores.

A Comissão irá recolher dados sobre os principais obstáculos à distribuição transfronteiras dos fundos de investimento. Pode tratar-se nomeadamente do carácter desproporcionados dos requisitos em matéria de comercialização, dos encargos e de outras medidas administrativas impostas pelos países de acolhimento, bem como do quadro fiscal. Com base nos dados recolhidos, a Comissão desenvolverá esforços para eliminar os principais obstáculos, mediante a adoção de medidas legislativas, caso necessário.

⁴⁶ Fonte: Relatório final: *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*, Observatoire de l'Épargne Européenne and Insead OEE Data Services, agosto de 2013

5. REFORÇAR A CAPACIDADE DO SETOR BANCÁRIO PARA APOIAR A ECONOMIA NO SEU CONJUNTO

Os bancos irão desempenhar um papel preponderante na União dos Mercados de Capitais e na economia europeia mais lata, enquanto mutuantes de uma proporção significativa da economia e na qualidade de intermediários nos mercados de capitais. Os bancos dispõem de sólidas relações e conhecimentos a nível local, pelo que os empréstimos bancários continuarão a ser, para muitas empresas pequenas, uma importante fonte de financiamento. Para as demais empresas, o acesso ao crédito bancário continuará a assumir importância no quadro da diversificação do seu financiamento. Por conseguinte, paralelamente aos trabalhos sobre a União dos Mercados de Capitais, a Comissão procede atualmente a uma análise da regulamentação aplicável ao setor bancário, a fim de garantir o devido equilíbrio entre a gestão dos riscos e a promoção do crescimento⁴⁷.

Para as empresas de menor dimensão, a existência de sólidas redes locais é fundamental para apoiar o crescimento. Nalguns Estados-Membros, existem cooperativas de crédito no âmbito das quais as PME podem, por exemplo, financiar-se mutuamente, sem fins lucrativos. Estas cooperativas de crédito podem também facilitar o intercâmbio de saber-fazer entre os membros. A aplicação de uma regulamentação bancária sofisticada e complexa pode, por vezes, representar um obstáculo desproporcionado para as cooperativas de crédito e outras entidades cooperativas sem fins lucrativos que se encontram ao serviço das PME. Pode tratar-se nomeadamente do caso das pequenas cooperativas que visam sobretudo recolher fundos junto dos seus membros, procedendo à sua redistribuição entre os mesmos, pelo que os riscos para o sistema financeiro no seu conjunto permanecem limitados.

As cooperativas de crédito em determinados Estados-Membros já estão isentas dos requisitos regulamentares impostos pela Diretiva CRD. A fim de garantir a igualdade das condições de concorrência, todos os Estados-Membros devem poder beneficiar de cooperativas de crédito sujeitas a requisitos regulamentares a nível nacional comensuráveis com os riscos em que incorrem. Para o efeito, a Comissão irá ponderar a possibilidade de todos os Estados-Membros autorizarem cooperativas de crédito que desenvolvam atividades não abrangidas pelo âmbito de aplicação das regras da UE no que se refere aos requisitos de fundos próprios aplicáveis aos bancos.

A titularização pode reforçar a oferta de crédito e reduzir o custo do financiamento. Enquanto instrumento de financiamento, pode contribuir para uma boa diversificação da base financeira. Pode servir também de importante instrumento de transferência do risco, o que permite melhorar a eficiência do capital e alinhar a afetação do risco com a procura.

Na sequência da crise, os mercados de titularização da UE foram significativamente afetados, continuando estes efeitos a fazer-se sentir em consequência das preocupações quanto ao processo de titularização e aos riscos a ele associados. Muito embora estas deficiências tenham sido essencialmente devidas às operações de titularização com base no crédito hipotecário de alto risco nos EUA⁴⁸, a reforma regulamentar adotada em resposta a esta crise

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ No auge da crise, os produtos de titularização com uma notação AAA com o pior desempenho na UE conduziram a um incumprimento em 0,1 % dos casos. Em comparação, os produtos equivalentes nos EUA resultaram num incumprimento em 16 % dos casos. As titularizações europeias que apresentavam um risco mais elevado (com uma notação BBB) também obtiveram muito bons resultados, tendo aquelas com o pior desempenho resultado num incumprimento em 0,2 % dos casos aquando do auge da crise. Em contrapartida, a taxa de incumprimento dos títulos americanos com uma notação BBB atingiu 62 %. Fonte: EBA.

foi aplicada a todas as operações de titularização. Não se prevê qualquer retrocesso a nível das reformas empreendidas na UE para dar resposta aos riscos suscitados pelas operações de titularização extremamente complexas e opacas. No entanto, é importante relançar a titularização como mecanismo eficaz de financiamento para a economia em geral e de diversificação dos riscos. No âmbito do Plano de Investimento, a Comissão já presta um apoio financeiro às operações de titularização. Novas propostas legislativas, hoje adotadas, irão mais longe ainda. Permitirão melhor diferenciar os produtos simples, transparentes e normalizados (STS), restabelecendo assim a confiança dos investidores e reduzindo os encargos em matéria de diligência devida. Com base no parecer da EBA, a Comissão proporá igualmente requisitos prudenciais mais adequados para os investimentos realizados pelos bancos e pelas seguradoras nestes produtos. Este conjunto de medidas deverá contribuir para libertar a capacidade financeira dos bancos e aumentar a sua capacidade de conceder empréstimos à economia mais lata, para além de consolidar uma base de investidores a mais longo prazo.

A Comissão publica hoje uma proposta relativa a um quadro da UE aplicável às operações de titularização simples, transparentes e normalizadas (STS), juntamente com novas calibrações prudenciais aplicáveis aos bancos no âmbito do Regulamento CRR. Logo que este quadro seja adotado, serão propostas calibrações equivalente para as seguradoras, mediante uma alteração do ato delegado de Solvência II, com vista a integrar os critérios previstos no âmbito desse quadro.

As obrigações cobertas constituem outro instrumento de financiamento, que assume particular importância nalguns Estados-Membros. Todavia, o mercado das obrigações cobertas mantém-se atualmente fragmentado em função das fronteiras nacionais. A disparidade entre os ordenamentos jurídicos e as práticas de supervisão dos diferentes Estados-Membros que adotaram uma legislação específica relativa às obrigações cobertas restringe as possibilidades de normalização das práticas de emissão e de informação financeira. Daí podem advir obstáculos ao aprofundamento do mercado e à sua liquidez, bem como no que se refere ao acesso dos investidores a este mercado, nomeadamente a nível transfronteiras. A adoção de um quadro da UE para uma maior integração do mercado das obrigações cobertas poderia contribuir para reduzir o custo de financiamento dos bancos que emitem este tipo de instrumentos, nomeadamente em determinados Estados-Membros.

A Comissão publica hoje uma consulta sobre o desenvolvimento de um quadro pan-europeu para as obrigações cobertas, assente nos regimes nacionais eficazes, sem comprometer contudo o seu bom funcionamento, com base em normas de elevada qualidade e nas melhores práticas do mercado. A consulta visará igualmente recolher opiniões sobre a utilização de estruturas semelhantes para promover os empréstimos às PME.

6. FACILITAR O INVESTIMENTO TRANSFRONTEIRAS

Não obstante os progressos realizados ao longo das últimas décadas em termos de desenvolvimento de um mercado único de capitais, subsistem ainda muitos obstáculos ao investimento transfronteiras, fortemente enraizados e existentes há longa data. Alguns obstáculos têm a sua origem no direito nacional (legislação no domínio da insolvência, valores mobiliários e garantias), outros prendem-se com as infraestruturas de mercado, o regime fiscal aplicável e as alterações introduzidas no quadro regulamentar que comprometem a previsibilidade das regras aplicáveis aos investimentos diretos. Tem vindo a assistir-se a uma menor repartição transfronteiras dos riscos na UE desde o início da crise, tendo o investimento proveniente do exterior da UE igualmente diminuído durante o mesmo período.

A eliminação de alguns dos obstáculos de longa data que dissuadem os investidores de diversificar geograficamente a sua carteiras traduzir-se-á em benefícios significativos para todos aqueles que pretendem mobilizar capitais, bem como para os investidores e a economia da UE no seu conjunto. Uma maior integração dos mercados de capitais da UE tornaria também os Estados-Membros da UE mais atraentes para os investidores de países terceiros.

6.1. A segurança jurídica e a infraestrutura de mercado ao serviço do investimento transfronteiras

A existência de infraestruturas de pós-negociação eficientes e seguras é fundamental para o bom funcionamento dos mercados de capitais. Uma das preocupações mais destacadas pelos participantes na consulta prende-se com o facto de a propriedade dos valores mobiliários não poder atualmente ser determinada com plena segurança jurídica quando o emitente desses valores mobiliários e os investidores se situam em Estados-Membros diferentes e/ou os valores mobiliários são detidos por instituições financeiras de diferentes Estados-Membros. Ora, trata-se de situações cada vez mais correntes. Muitos inquiridos no quadro do Livro Verde apelaram à adoção de disposições com vista a clarificar qual o direito nacional aplicável a cada operação transfronteiras de valores mobiliários. A Comissão tenciona, por conseguinte, reforçar as regras em vigor neste domínio e alargar o seu âmbito de aplicação. A modernização da legislação é tanto mais importante quanto se prevê o desenvolvimento das operações transfronteiras de valores mobiliários na sequência do lançamento da plataforma Target2-Securities (T2S).

Além disso, as diferenças no tratamento nacional da oponibilidade da cessão de créditos⁴⁹ torna complicado utilizar estes instrumentos enquanto garantias transfronteiras, sendo o risco dos investimentos em títulos de dívida difícil de apreciar pelos investidores. Esta insegurança jurídica entrava as operações financeiras importantes no plano económico, como as operações de titularização, que requerem uma gestão robusta das garantias.

A Comissão desenvolverá rapidamente trabalhos específicos centrados na insegurança em torno da propriedade dos valores mobiliários. Com base numa nova consulta e numa avaliação de impacto, a Comissão irá igualmente propor regras uniformes para determinar com plena segurança jurídica o direito nacional aplicável à oponibilidade de uma cessão de crédito.

⁴⁹ Quando o mutuante inicial transfere um crédito para um terceiro.

A legislação adotada pela UE ao longo dos últimos anos como, por exemplo, o Regulamento relativo às Infraestruturas dos Mercados Europeus (EMIR)⁵⁰, o Regulamento relativo aos Depositários Centrais de Valores Mobiliários (CSDR)⁵¹ e a Diretiva revista sobre os Mercados de Instrumentos Financeiros (MiFID II), suprimiu muitos obstáculos à compensação e liquidação transfronteiras de valores mobiliários. No entanto, com a futura entrada em vigor de muitas disposições e a recente criação da plataforma única de liquidação T2S, o quadro de pós-negociação atravessa atualmente um período de grande evolução, o que desencadeou uma reestruturação das infraestruturas de pós-negociação, estimulando simultaneamente práticas de mercado inovadoras, em especial no domínio da gestão das garantias. É necessário um acompanhamento dos mercados para assegurar que a legislação continue em sintonia com estas práticas em mutação, assegurando paralelamente que a segurança e a eficiência do sistema de pós-negociação não sejam comprometidas neste contexto.

Não obstante estes progressos, subsistem obstáculos a uma compensação e liquidação transfronteiras eficiente, tendo alguns já sido identificados no Relatório Giovannini⁵² há mais de uma década. Muitos destes obstáculos decorrem de divergências entre as legislações nacionais no domínio da propriedade e da insolvência, nomeadamente no que se refere à propriedade dos valores mobiliários, podendo a definição da natureza jurídica do ativo variar consideravelmente consoante os países. Estas disparidades podem ser fonte de insegurança sobre a propriedade de um valor mobiliário em caso de incumprimento e no que respeita aos direitos preferenciais em caso de insolvência. Mas a insegurança respeitante a estas questões fundamentais suscita importantes riscos jurídicos, por exemplo, quanto à oponibilidade das garantias, e pode comprometer a resiliência da liquidação transfronteiras e à circulação das garantias.

Para reforçar a eficiência e a resiliência dos sistemas de pós-negociação e dos mercados de garantias, a Comissão empreenderá uma análise mais exaustiva dos progressos realizados no sentido da supressão dos obstáculos à compensação e liquidação transfronteiras que foram identificados pelo relatório Giovannini, no seguimento da aplicação da legislação recentemente adotada e da evolução registada a nível das infraestruturas de mercado.

6.2. Eliminar os obstáculos nacionais ao investimento transfronteiras

A coerência na aplicação, execução e cumprimento do quadro jurídico e prudencial é fundamental para garantir a livre circulação de capitais e a igualdade das condições de concorrência. Uma vez que a UE já adotou, na fase atual, um número significativo de disposições financeiras para facilitar o investimento transfronteiras, a tónica deve passar a ser colocada no seu devido cumprimento e aplicação. Os obstáculos podem advir do direito nacional ou das práticas administrativas nos diferentes países. Alguns prendem-se com a sobre-regulamentação nacional das normas mínimas da UE, enquanto outros podem decorrer de uma aplicação divergente dessas normas. Outros ainda resultam das medidas adotadas pelas autoridades nacionais em domínios em que não vigora qualquer legislação da UE ou que continuam a ser da esfera de competência nacional.

⁵⁰ Regulamento (UE) n.º 648/2012.

⁵¹ Regulamento (UE) n.º 909/2014.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

No que respeita aos obstáculos não abordados através de outras medidas, nomeadamente mediante a convergência das práticas de supervisão, a Comissão irá colaborar com os Estados-Membros tendo em vista a sua identificação e o seu desmantelamento, com base numa abordagem assente na cooperação. A Comissão irá:

- Criar uma rede de 28 pontos de contacto nacionais e travar discussões bilaterais quanto à possibilidade de uma intervenção a nível nacional para suprimir os obstáculos existentes;
- Definir as melhores práticas e elaborar painéis de avaliação, recomendações e orientações, com base nos trabalhos realizados no âmbito da rede.

A Comissão, em colaboração com os Estados-Membros, identificará os obstáculos nacionais injustificados à livre circulação de capitais, decorrentes, entre outros, do direito nacional e de uma aplicação insuficiente do conjunto único de regras uniformes adotadas no domínio financeiro ou de uma falta de convergência na sua interpretação, e desenvolverá esforços para suprimir estes obstáculos ao bom funcionamento da União dos Mercados de Capitais; publicará um relatório sobre esta temática até ao final de 2016.

A convergência dos processos de insolvência e de reestruturação facilitaria uma maior segurança jurídica para os investidores transfronteiras e incentivaria a reestruturação em tempo útil das empresas que enfrentam dificuldades financeiras, mas que são viáveis. Entre os inquiridos no âmbito da consulta, prevalecia um consenso alargado quanto ao facto de a ineficiência e a divergência das legislações nacionais em matéria de insolvência tornar mais difícil para os investidores avaliar o risco de crédito, nomeadamente no caso dos investimentos transfronteiras.

O relatório «*Doing Business*» de 2015 do Banco Mundial classifica os países numa escala de 0 a 16 em função da solidez do seu quadro de insolvência. A média simples da UE é de 11,6, o que é inferior em 5 % à média da OCDE para os países de elevado rendimento (12,2). Alguns Estados-Membros têm uma pontuação inferior a 8.

Em 2014, a Comissão publicou uma Recomendação⁵³ sobre uma nova abordagem em matéria de falência e insolvência das empresas, com vista a incentivar os Estados-Membros a empreender um processo de reestruturação das empresas numa etapa precoce e a conceder uma «segunda oportunidade» aos empresários. Esta Recomendação define princípios comuns para os processos de insolvência nacionais aplicáveis às empresas em dificuldades, bem como medidas destinadas a reduzir a duração e os custos dos processos para as PME (por exemplo, utilização de formulários normalizados e de meios de comunicação à distância). Muito embora seja patente que a Recomendação constituiu um parâmetro de referência útil para os Estados-Membros que empreenderam reformas no domínio da insolvência, uma análise realizada pela Comissão revela que esta foi apenas parcialmente implementada, incluindo nos Estados-Membros que procederam a reformas neste domínio⁵⁴.

A Comissão apresentará propostas legislativas no domínio da insolvência das empresas, incluindo no que respeita à sua reestruturação em tempo útil e a uma segunda oportunidade, com base nos ensinamentos retirados com a adoção da Recomendação.

⁵³ C (2014) 1500 final de 12.3.2014.

⁵⁴ *Evaluation of the implementation of the Recommendation on a new approach to business failure and insolvency* (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)

Esta iniciativa visará eliminar os obstáculos mais importantes à livre circulação de capitais, inspirando-se para o efeito nos regimes nacionais mais eficientes.

A fiscalidade também constitui um aspeto muito importante para as decisões tomadas em matéria de investimento transfronteiras. Dois obstáculos fiscais ao investimento transfronteiras foram identificados como particularmente problemáticos no contexto da UMC. Em primeiro lugar, muitos investidores sublinharam que se veem atualmente penalizados quando investem noutro país, pela aplicação da retenção na fonte a nível local que é praticamente impossível de recuperar, a que acresce os impostos a pagar no seu próprio país. O problema decorre das diferentes abordagens nacionais em matéria de retenção na fonte e da complexidade dos procedimentos de pedido de isenção desse imposto. A tributação potencialmente discriminatória dos fundos de pensões e das empresas de seguros de vida também constitui um obstáculo ao investimento transfronteiras.

Para encorajar os Estados-Membros a adotar sistemas de isenção à aplicação da retenção na fonte e a instituir procedimentos de reembolso rápidos e normalizados, a Comissão promoverá as melhores práticas e elaborará, em colaboração com os Estados-Membros, um código de conduta sobre os princípios de isenção das retenções na fonte. Realizará também um estudo sobre os obstáculos fiscais discriminatórios aos investimentos transfronteiras realizados pelas empresas de seguros de vida e pelos fundos de pensões e, caso necessário, dará início a procedimentos de infração.

Atualmente, vigoram cerca de 200 tratados bilaterais de investimento entre os Estados-Membros (os denominados «TBI intra-UE») que preveem diferentes regras em matéria do tratamento aplicável aos investimentos transfronteiras no âmbito do mercado único e que são incompatíveis com a legislação da UE. A Comissão lançou recentemente uma ação em tribunal contra esses TBI intra-UE. Examinará com os Estados-Membros a necessidade ou não de medidas adicionais, a fim de reforçar em maior grau as garantias de que dispõem os investidores transfronteiras, tornando assim o mercado único mais atraente para efeitos de investimento.

6.3. Promover a estabilidade financeira e a convergência das práticas de supervisão

Ao promover a diversificação das vias de financiamento, a UMC contribuirá para reforçar a resiliência do sistema financeiro da UE⁵⁵. Simultaneamente, é necessário estarmos atentos aos riscos para a estabilidade financeira que poderão vir a surgir nos mercados de capitais. Ao longo dos últimos anos, a UE lançou uma série de reformas para tornar os mercados de capitais mais transparentes, melhor regulamentados e mais robustos. Reduziu nomeadamente os riscos nos mercados de derivados através do Regulamento EMIR, introduziu regras de negociação mais transparentes e mais seguras no âmbito da Diretiva MiFID e com a adoção da Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos na UE (AIFMD) assegurou a regulamentação dos referidos fundos. Estão a ser empreendidas novas reformas, com o Regulamento relativo às operações de financiamento através de valores mobiliários (SFTR)⁵⁶, a proposta relativa aos fundos do mercado monetário e a futura proposta legislativa

⁵⁵ Discurso de Vítor Constâncio, Vice-Presidente do BCE.

⁵⁶ Tal como estabelecido no Regulamento SFTR, na sequência dos trabalhos realizados pelas instâncias internacionais competentes e com a assistência da ESMA, da EBA e do CERS, a Comissão apresentará ao Parlamento Europeu e ao Conselho, em 2017, um relatório sobre os progressos registados nos esforços desenvolvidos a nível internacional para atenuar os riscos associados a estas operações, incluindo as recomendações do FSB quanto aos descontos aplicados às OFVM compensadas de uma forma não centralizada e se estas recomendações se adequam ou não aos mercados europeus.

sobre a recuperação e a resolução das contrapartes centrais (CCP). O Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) tem vindo a atribuir prioridade aos trabalhos destinados a compreender as vulnerabilidades inerentes às entidades que desenvolvem atividades de tipo bancário nos mercados de capitais, com vista a dar resposta aos problemas que se colocam neste contexto. Com efeito, uma abordagem regulamentar global face aos potenciais riscos sistémicos que daí poderão advir irá simultaneamente apoiar a estabilidade financeira e facilitar o investimento transfronteiras.

A Comissão cooperará com o Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) e as Autoridades Europeias de Supervisão (ESA), juntamente com o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB), para avaliar os eventuais riscos para a estabilidade financeira decorrentes do financiamento com base no mercado. Serão realizados outros trabalhos analíticos, por exemplo, para melhor compreender os problemas de liquidez do mercado e de interdependência no âmbito do sistema financeiro, bem como para avaliar a necessidade de elaborar novos instrumentos macroprudenciais. A Comissão irá introduzir as alterações necessárias ao quadro macroprudencial no contexto da próxima revisão do ESRB.

No que diz respeito à supervisão, as respostas apresentadas no âmbito da consulta eram favoráveis à arquitetura que a UE havia instituído na sequência da crise financeira em 2011. Apesar de se terem registado progressos com a criação do sistema europeu de supervisão financeira e a instituição do conjunto único de regras, os inquiridos salientaram também a importância de assegurar a convergência das práticas de supervisão, bem como a coerência na transposição e aplicação da legislação da UE no domínio dos serviços financeiros — um aspeto que foi igualmente ressaltado no Relatório dos Cinco Presidentes intitulado «Concluir a União Económica e Monetária».

A legislação dos mercados de capitais adotada nos últimos anos confere um papel importante às ESA num determinado número de domínios. Todavia, as respostas apresentadas no âmbito da consulta apelavam nomeadamente para que a ESMA desempenhasse um maior papel no sentido de reforçar a convergência das práticas das autoridades de supervisão em matéria de regulamentação do mercado de capitais e de prestação de informações financeiras no mercado, garantindo a aplicação coerente do conjunto único de regras em toda a UE. Os esforços envidados ao longo dos últimos anos no sentido de criar um conjunto único de regras para os mercados de capitais deverão conduzir a uma maior integração e eficiência desses mercados. Esse reforço da integração financeira terá de ser acompanhado por maiores esforços por parte da ESMA no sentido de assegurar a convergência dos resultados da supervisão prudencial em toda a UE, nomeadamente no domínio da contabilidade, a fim de garantir o bom funcionamento do mercado único. A ESMA deve atribuir uma maior importância à identificação, ao apoio e à promoção das melhores práticas, no intuito de garantir a eficácia das técnicas de supervisão dos Estados-Membros e resultados comparáveis em toda a UE. Neste contexto, deverá recorrer de forma mais eficiente e sistemática aos instrumentos de que dispõe, nomeadamente as análises temáticas e por país, realizadas pelos pares.

A Comissão colaborará com a ESMA no intuito de elaborar e implementar uma estratégia para reforçar a convergência das práticas de supervisão e identificar os domínios em que uma abordagem mais integrada permitiria melhorar o funcionamento do mercado único de capitais. A Comissão colaborará igualmente com a ESMA para reforçar a eficácia do processo decisório no âmbito das avaliações temáticas e por país, realizadas pelos pares. Em 2016, publicará um Livro Branco sobre a governação e o financiamento das ESA.

A União dos Mercados de Capitais constitui irrefutavelmente um projeto do mercado único que irá reverter em benefício de todos os 28 Estados-Membros. Para que os mercados de capitais possam tirar pleno partido do seu potencial, a Comissão desenvolverá, por intermédio do seu Serviço de Apoio às Reformas Estruturais, uma estratégia destinada a prestar assistência técnica aos Estados-Membros com vista a reforçar certas capacidades específicas dos seus mercados de capitais, sempre que necessário.

6.4. Facilitar o investimento internacional

A fim de garantir a prosperidade dos mercados de capitais da UE, impõe-se assegurar a abertura e a competitividade destes mercados à escala mundial, sendo também necessário que estejam em condições de atrair novos investimentos em produtos de dívida e capitais próprios por parte dos investidores internacionais. Ao eliminar os custos jurídicos e administrativos das operações transfronteiras e ao reforçar a convergência dos resultados da supervisão prudencial em toda a Europa, a União dos Mercados de Capitais da UE tornará estes mercados mais atraentes para os investidores internacionais. Atendendo à dimensão mundial dos mercados de capitais, a União dos Mercados de Capitais deve ter em conta o contexto mundial mais lato e assegurar que os mercados de capitais europeus continuem a fazer parte integrante do sistema financeiro internacional. A Comissão continuará a desenvolver trabalhos em estreita cooperação com os Estados-Membros da UE e com países terceiros no âmbito de instâncias internacionais, como o Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) e a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO), no intuito de elaborar políticas convergentes que apoiem o desenvolvimento dos mercados mundiais de capitais. Além disso, a Comissão procurará estabelecer quadros de cooperação com países terceiros, essenciais no domínio da regulamentação financeira, a fim de reforçar a integração dos mercados de capitais.

A política internacional de comércio e de investimento da UE tem um importante papel a desempenhar em termos de apoio aos investimentos internacionais. Os acordos internacionais em matéria de comércio e de investimento liberalizam a circulação de capitais, regulam o acesso ao mercado e o investimento, nomeadamente a nível da prestação de serviços financeiros, e podem contribuir para garantir um nível adequado de proteção e condições de concorrência equitativas para os investidores. A Comissão prosseguirá também a sua participação nos trabalhos internacionais sobre a livre circulação de capitais, nomeadamente no quadro dos códigos de liberalização dos movimentos de capitais da OCDE.

7. PRÓXIMAS ETAPAS E ACOMPANHAMENTO

O presente Plano de Ação apresenta as ações prioritárias necessárias para estimular o investimento em todos os Estados-Membros e na UE no seu conjunto, bem como para reforçar a articulação entre a poupança e o crescimento. Para efeitos de elaboração das medidas propostas, serão lançadas as consultas adequadas e proceder-se-á a uma avaliação de impacto das diversas opções previstas para atingir os objetivos visados.

Para garantir o êxito da adoção e da aplicação destas medidas, será necessário um esforço sustentado e concertado. Trata-se de um projeto que assume interesse para todos os 28 Estados-Membros e a Comissão trabalhará em estreita cooperação com os mesmos e o Parlamento Europeu para avançar com estas propostas.

Tendo em vista assegurar a dinâmica deste projeto desde o seu início, são hoje anunciadas propostas concretas que serão brevemente seguidas de outras propostas, incluindo as primeiras um conjunto abrangente de medidas sobre as operações de titularização, com calibrações atualizadas ao abrigo do CRR, uma definição das infraestruturas e calibrações revistas no domínio do regime Solvência II, bem como uma proposta de revisão da Diretiva Prospetos. Noutros domínios, será talvez necessário prosseguir as consultas com as partes interessadas. Paralelamente, em relação a aspetos como a fiscalidade e a insolvência, a Comissão promoverá discussões com os Estados-Membros tendo em vista realizar progressos numa perspetiva de médio a longo prazo.

O êxito da União dos Mercados de Capitais dependerá também dos operadores no mercado. Os intermediários financeiros devem desempenhar o papel que lhes incumbe para restabelecer a confiança dos seus clientes e reforçar a confiança nos mercados europeus de capitais. O presente Plano de Ação prevê que algumas iniciativas sejam impulsionadas pelo mercado e a Comissão convida as partes interessadas a atribuírem prioridade à realização de progressos nestes domínios.

Além disso, a Comissão prosseguirá os trabalhos empreendidos para identificar as principais ineficiências dos mercados europeus de capitais e os obstáculos ao seu aprofundamento, bem como para determinar a melhor forma de os superar, mantendo simultaneamente uma forte ênfase na proteção dos investidores e na supervisão do mercado.

Para além dos relatórios anuais, a Comissão procederá em 2017 a uma análise exaustiva para fazer o balanço da situação, que servirá de base para decidir sobre as eventuais medidas adicionais que possam vir a ser necessárias.

A Comissão informará regularmente o Parlamento Europeu e os Estados-Membros sobre os progressos realizados.

Anexo 1: Lista de medidas e calendário indicativo

Financiar a inovação, o arranque de empresas e as sociedades não cotadas na bolsa		
Apoiar o capital de risco e o financiamento por capitais próprios	Proposta de fundos de fundos pan-europeus de capital de risco e fundos plurinacionais	T2 2016
	Revisão da legislação EuVECA e EuSEF	T3 2016
	Estudo sobre os incentivos fiscais a favor do capital de risco e dos investidores providenciais (<i>business angels</i>)	2017
Eliminar os obstáculos no domínio da informação que entravam o investimento nas PME	Reforçar as informações a prestar pelos bancos para fundamentar a rejeição de um pedido de crédito de uma PME	T2 2016
	Proceder ao levantamento em toda a UE das capacidades de aconselhamento e de apoio disponíveis a nível local ou nacional fim	2017
	Examinar formas de desenvolver ou apoiar sistemas de informação pan-europeus	2017
Promover formas inovadoras de financiamento das empresas	Publicação de um relatório sobre o financiamento colaborativo (<i>crowdfunding</i>)	T1 2016
	Desenvolver uma abordagem coordenada em matéria de concessão de empréstimos por fundos e ponderar a necessidade de um quadro a nível da UE	T4 2016
Facilitar às empresas a admissão à negociação e a mobilização de capitais nos mercados bolsistas		
Reforçar o acesso aos mercados bolsistas	Proposta de modernização da Diretiva Prospetos	T4 2015
	Análise dos obstáculos regulamentares à admissão à negociação das PME nos mercados bolsistas e nos mercados de PME em crescimento	2017
	Análise dos mercados de obrigações de empresas na UE, colocando particular ênfase nas formas de melhorar a liquidez do mercado	2017
Apoiar o financiamento por capitais próprios	Abordar a questão da distorção fiscal a favor da dívida, no âmbito da proposta legislativa sobre a matéria coletável comum consolidada do imposto sobre as sociedades	T4 2016
Investir a longo prazo: realizar investimentos sustentáveis e em infraestruturas		
Apoiar o investimento em infraestruturas	Ajustar as calibrações do regime Solvência II para os investimentos das seguradoras em infraestruturas e fundos europeus de investimento a longo prazo (ELTIF)	T3 2015
	Revisão do Regulamento CCR aplicável aos bancos, alterando caso necessário as calibrações das posições em risco sobre infraestruturas	Em curso

Assegurar a coerência do conjunto único de regras da UE no domínio dos	Apelo à apresentação de contribuições sobre o impacto cumulado das reformas financeiras	T3 2015
Promover o investimento institucional e de retalho		
Alargar o leque de escolha e estimular a concorrência no setor a retalho	Livro Verde sobre os serviços financeiros e os seguros no setor de retalho	T4 2015
Ajudar os pequenos investidores a obter condições mais vantajosas	Análise dos mercados de produtos de investimento de retalho na UE	2018
Apoiar a poupança-reforma	Avaliar a oportunidade de um quadro estratégico para a criação de planos de pensões individuais a nível europeu	T4 2016
Propiciar mais oportunidades aos investidores institucionais e aos gestores de fundos	Avaliação do tratamento prudencial do capital de investimento e das aplicações privadas da dívida ao abrigo do regime Solvência II	2018
	Consulta sobre os principais obstáculos à distribuição transfronteiras dos fundos de investimento	T2 2016
Reforçar a capacidade do setor bancário para apoiar a economia no seu conjunto		
Reforçar as redes locais de financiamento	Examinar a possibilidade de todos os Estados-Membros autorizarem as cooperativas de crédito locais a operar fora do quadro aplicável aos bancos em matéria de requisitos de fundos próprios	Em curso
Desenvolver os mercados de titularização da UE	Proposta sobre as operações de titularização simples, transparentes e normalizadas (STS) e revisão das calibrações dos requisitos de fundos próprios para os bancos	T3 2015
Apoiar o financiamento pelos bancos da economia no seu conjunto	Consulta sobre a criação, a nível da UE, de um quadro para as obrigações cobertas e de estruturas semelhantes para os empréstimos às PME	T3 2015
Facilitar o investimento transfronteiras		
Eliminar os obstáculos nacionais aos investimentos transfronteiras	Relatório sobre os obstáculos nacionais à livre circulação de capitais	T4 2016
Melhorar a infraestrutura de mercado para os investimentos transfronteiras	Medidas específicas no domínio das regras relativas à propriedade dos valores mobiliários e da oponibilidade de uma cessão de crédito	2017
	Analisar os progressos realizados no sentido de eliminar os obstáculos identificados pelo relatório Giovannini	2017

Fomentar a convergência dos processos de insolvência	Iniciativa legislativa sobre a insolvência das empresas, visando eliminar os principais obstáculos à livre circulação de capitais	T4 2016
Eliminar os obstáculos fiscais transfronteiras	Melhores práticas e código de conduta para os procedimentos de isenção da retenção na fonte Estudo sobre os obstáculos fiscais discriminatórios aos investimentos transfronteiras dos fundos de pensões e das empresas de seguros de vida	2016 2017
Reforçar a convergência das práticas de supervisão e desenvolver as capacidades dos mercados de capitais	Estratégia sobre a convergência das práticas de supervisão, no intuito de melhorar o funcionamento do mercado único de capitais Livro Branco sobre a governação e o financiamento das Autoridades Europeias de Supervisão (ESA) Desenvolver uma estratégia para a prestação de assistência técnica aos Estados-Membros a favor do reforço da capacidade dos mercados de capitais	Em curso T2 2016 2016
Reforçar a capacidade de preservar a estabilidade financeira	Revisão do quadro macroprudencial da UE	2017