

Em Análise

A União dos Mercados de Capitais: uma análise crítica

Tomás Virtuoso, Ana Gouveia e Ana Martins¹

Tendo por base o Livro Verde elaborado pela Comissão Europeia em fevereiro de 2015, esta nota pretende contribuir para o debate público sobre a proposta de criação de uma União dos Mercados de Capitais (UMC) até 2019, vista como essencial para desbloquear financiamento para o crescimento da Europa. Partindo do atual estágio de desenvolvimento dos mercados de capitais europeus, discutimos a relevância do projeto e elencamos os requisitos apresentados pela Comissão para o sucesso da UMC, enquadrando a mesma no processo de aprofundamento do projeto europeu. De seguida, afluamos algumas das questões levantadas por este processo de unificação e exploramos igualmente os impactos mais relevantes que ele pode comportar para uma economia como a portuguesa.

1. Enquadramento político-institucional

No texto do Tratado de Roma (1957) consta a intenção de criar uma União de Estados que garanta as “quatro liberdades”: a livre circulação de pessoas, de serviços, de mercadorias e de capitais. Na verdade, o objetivo político de criar um mercado único de capital revela desde logo uma forte dimensão fundacional. No entanto, mais de 50 anos depois, e apesar dos importantes avanços alcançados, ainda há um longo caminho a percorrer.

Assistimos hoje na União Europeia a um claro momento de aceleração da integração do projeto europeu, motivo pelo qual podemos encontrar várias iniciativas que expressam o firme propósito de lançar uma União dos Mercado de Capitais. São disso exemplo o “Relatório dos 5 Presidentes”², o Plano Juncker de relançamento do investimento na União³ ou o plano de trabalho avançado no Programa de Trabalho da Comissão para 2015⁴. Além disso, e comprovando a especial relevância deste tema para a Comissão Europeia, veja-se o facto de existir um comissário especificamente vocacionado para o desenvolvimento dos mercados de capitais, nomeadamente Jonathan Hill⁵. Objetivamente, antes ainda da própria Comissão Europeia avançar com este tema, já o Banco Central Europeu havia chamado à atenção para o facto de “o mercado único de capitais não ser um luxo, mas uma força estabilizadora essencial no contexto de uma união monetária”⁶.

Numa dinâmica paralela com a já parcialmente implementada União Bancária, espera-se que uma União dos Mercados de Capitais possa concorrer para uma efetiva União dos Mercados Financeiros ao nível europeu, processo que se espera que possa gerar frutos muito concretos ao nível do fortalecimento do crescimento económico e da conseqüente criação de emprego. Contudo, é necessário notar que apesar de fazerem parte do mesmo processo de integração financeira, a União Bancária e a União dos Mercados de Capitais são muito distintas. A primeira não pretendeu desenvolver o sistema bancário mas sim promover o seu funcionamento eficiente (e quebrando o *nexus* bancos-dívida soberana), num quadro de estabilidade financeira, tendo para isso implementado novos mecanismos ao nível europeu (envolvendo transferência de competências para o nível supranacional). A União dos Mercados de Capitais, tal como apontado por Véron e Wolff (2015), não se foca no sector financeiro e na sua estabilidade mas sim na economia europeia e na sua reforma estrutural a longo-prazo (sendo que o primeiro é naturalmente um meio). Além disso, tem um carácter incremental, que envolve um alargado conjunto de ações em domínios muito vastos, sendo que alterações institucionais e centralização não são o seu foco primordial (Véron, 2014; Véron e Wolff, 2015). Finalmente, se o âmbito da União Bancária é somente os países da Zona

¹ Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia. As opiniões expressas não coincidem necessariamente com a posição do Ministério da Economia. Os autores agradecem os comentários de Ricardo Pinheiro Alves.

² Comissão Europeia (2015b).

³ Comissão Europeia (2014a). Para uma visão geral das oportunidades e desafios, ver Gouveia e Martins (2015).

⁴ Comissão Europeia (2014c).

⁵ Comissário para a Estabilidade Financeira, os Serviços Financeiros e a União dos Mercados de Capitais.

⁶ Coeuré (2014).

Euro (e outros que livremente queiram participar), já a União dos Mercados de Capitais prevê uma atuação concreta em todos os 28 países da União Europeia (incluindo, por isso, o Reino Unido, detentor da maior praça financeira da Europa, Londres).

Com efeito, sabemos hoje com clareza que um mercado de capitais a funcionar saudavelmente traduz-se em benefícios económicos muito importantes para as economias, quer numa perspetiva de curto prazo quer numa de longo prazo. Numa abordagem mais conjuntural, um maior desenvolvimento do mercado de capitais pode potenciar uma menor dependência relativa do crédito bancário (Véron, 2014), num contexto em que as instituições bancárias se veem pressionadas por exigentes medidas regulatórias de capital e liquidez como as definidas nos Acordos de Basileia III⁷ (Goldman Sachs, 2015).

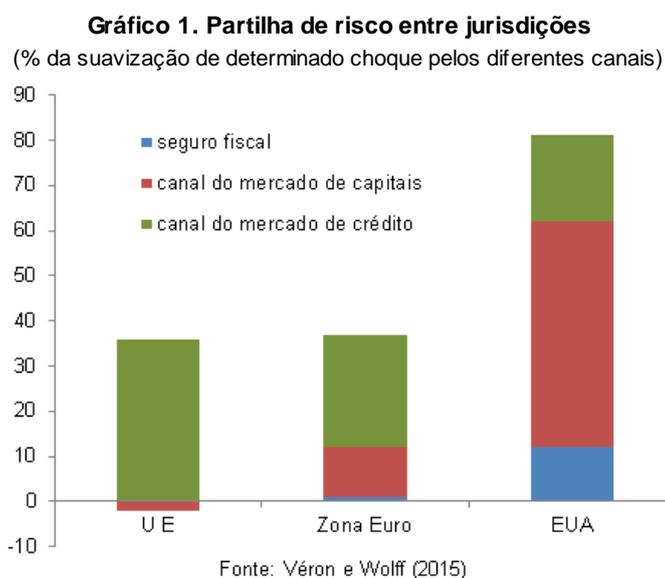
Por outro lado, numa dimensão mais estrutural, a Comissão estabelece três objetivos fundamentais deste projeto:

- desenvolver um sistema financeiro mais diversificado, complementando o financiamento bancário com um mercado de capitais dinâmico e funcional;
- devolver fluidez ao capital europeu e pô-lo ao serviço da economia real, possibilitando às empresas financiamento a menores custos e oferecendo hipóteses de investimento mais alargadas aos investidores europeus;
- estabelecer um verdadeiro mercado único de capitais em toda a União Europeia, onde os investidores possam aplicar os seus fundos sem obstáculos fronteiriços e onde as empresas possam obter financiamento de fontes diversificadas, independentemente da sua localização geográfica.

Ora, de acordo com Grauwe (2007), o último dos benefícios económicos do mercado de capitais aqui referidos é um dos mais importantes mecanismos de resposta de que uma união monetária deve dispor para fazer face a choques assimétricos entre os seus Estados-Membros. Numa situação como aquela que se verifica atualmente, em que não existe uma união orçamental robusta, capaz de levar a cabo transferências automáticas entre os Estados, um mecanismo de partilha de risco por via de uma maior integração financeira afigura-se como fundamental para a absorção de choques, eliminando as fragmentações de mercado provenientes das características diversas dos diferentes países.

Se fizermos o exercício de comparar a União Europeia (ou mesmo até a área do euro) com, por exemplo, uma federação de Estados como os EUA, podemos concluir que ainda muito há a fazer para poder identificar no mercado de capitais um canal suficientemente relevante na transmissão e diluição do risco entre os Estados-Membros (Gráfico 1).

⁷ Contudo, é importante referir que não se preveem ganhos muito acentuados destes impactos de curto prazo, sobretudo devido ao conjunto elevado de procedimentos a implementar.

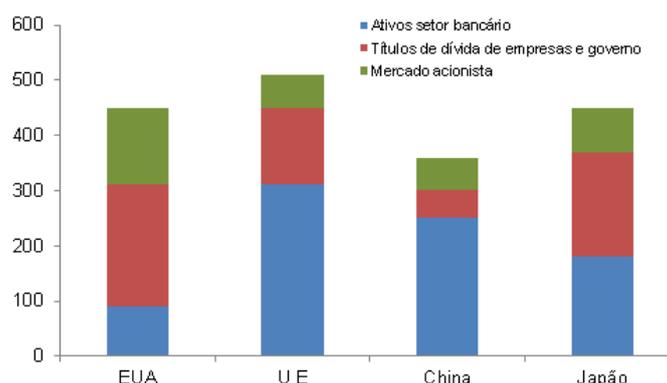


Assim, é da maior importância para o futuro do projeto europeu que se possam dar os passos concretos necessários para a efetiva criação de um Mercado Único de Capitais que possa afinal instaurar “um clima de dinâmica e um sentimento crescente de confiança para investir no futuro da Europa”⁸.

2. Os mercados de capitais europeus

Ao olharmos para a situação atual dos mercados financeiros europeus, podemos observar uma clara preponderância do sistema bancário em detrimento do mercado de capitais (Gráfico 2). De facto, quando comparado com os sectores bancários das outras grandes economias mundiais, o sector bancário europeu apresenta os valores mais elevados. Em contrapartida, a dimensão do mercado de títulos e de ações europeu é quase metade do homólogo americano e inferior à verificada no Japão. Mais ainda, e tal como referido pela Comissão, “os mercados de capitais na UE caracterizam-se por uma preferência nacional [...]. A detenção transfronteiras de títulos de dívida também continua inferior ao que seria de esperar num mercado plenamente integrado”⁹.

Gráfico 2: dimensão do sector financeiro
(% do PIB), 2014



Nota: Dados referentes a 2014, exceto os relativos ao mercado acionista da UE (2012), aos títulos de dívida de empresas e governo (2013) e aos ativos do sector bancário japonês (2013).

Fonte: Véron and Wolff (2015)

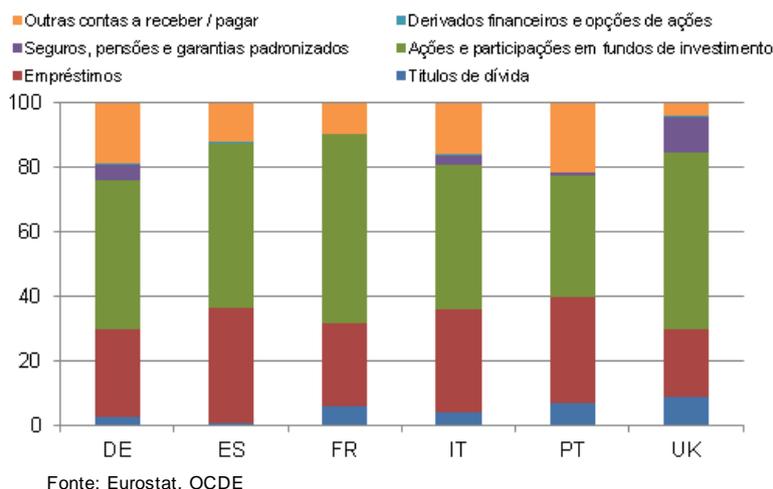
Analisando agora a estrutura de financiamento das empresas europeias, podemos concluir que estas dependem muito diminutamente do mercado de títulos de dívida para financiarem as suas atividades (Gráfico 3). Mesmo no Reino Unido, o peso não ultrapassa 10% do total do financiamento.

⁸ Comissão Europeia (2015a), p. 3.

⁹ Comissão Europeia (2015a), pág. 9.

Gráfico 3: modalidades de financiamento das empresas

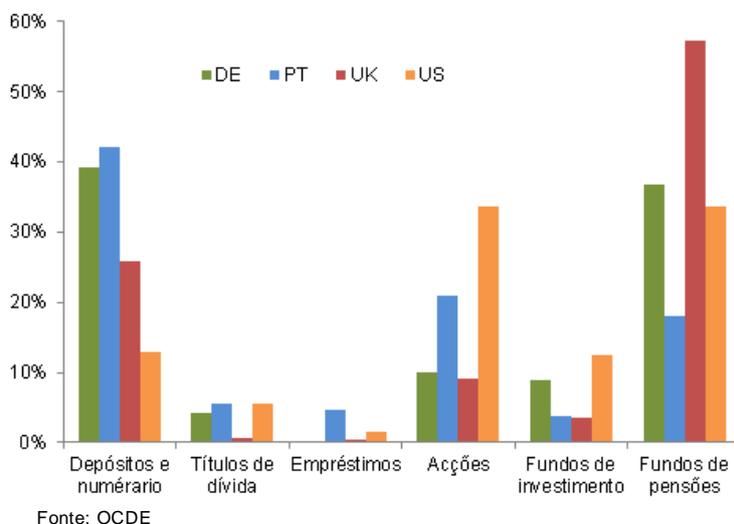
(em % do passivo total), 2013



Focando agora a nossa análise no lado da oferta de financiamento por parte dos agregados familiares, podemos observar a grande relevância do numerário e dos depósitos como refúgio das poupanças dos europeus, chegando a atingir valores que ultrapassam os 40% para o caso de Portugal (Gráfico 4). As diferenças relativas ao investimento em fundos de pensões refletem as assimetrias nos sistemas públicos de pensões.

Gráfico 4: portfólio financeiro dos agregados familiares

(em % do total), 2013



Nesta análise ao atual estado do mercado de capitais na Europa, fomos tendo em vista a situação dos Estados Unidos, comparando ambos os sistemas. Contudo, é necessário algum cuidado no sentido de não procurar comparar diretamente realidades que são diferentes e que por isso conduzem a conclusões necessariamente distintas. Isso mesmo dizem os ministros das finanças francês e alemão em carta a Jonathan Hill, comissário europeu: “*Since different economic conditions, legal frameworks and cultural roots constitute Europe’s current financial landscape, we will have to find a specifically European solution and should refrain from bluntly reproducing the US financial system*”¹⁰. Deste modo, é importante notar que a preponderância do financiamento bancário reflete também o peso relativo muito elevado que as PMEs têm no tecido empresarial europeu¹¹ e um perfil de risco mais conservador, reflexo também de uma sociedade relativamente envelhecida.

Pelos motivos acima expostos, é indiscutível a preponderância de avançar com um conjunto de medidas que possam dar mais solidez ao mercado de capitais europeu, tornando-o mais fluido e capaz de respon-

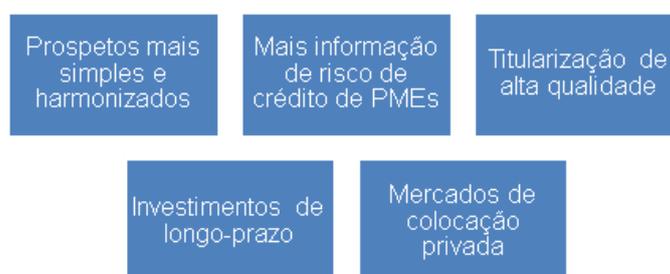
¹⁰ Sapin and Schäuble (2015), pág. 2.

¹¹ Podendo, no entanto, argumentar-se que é precisamente a excessiva dependência do financiamento bancário que impede as empresas europeias de ganharem dimensão.

der não só às necessidades de financiamento das empresas europeias como também às perspetivas dos investidores.

3. União dos Mercados de Capitais: a sua formulação

Dentro do conjunto de medidas que constituem este projeto, foram identificadas por parte da Comissão Europeia algumas áreas em que uma atuação de curto-prazo poderia ter um impacto relevante na eficiência do mercado de capitais. São elas:



Numa perspetiva de mais longo-prazo, as exigências identificadas no sentido de criar um mercado único de capitais estruturam-se em três principais domínios: (i) melhoria no acesso ao financiamento por parte de empresas e de projetos de longo-prazo; (ii) desenvolvimento e diversificação das fontes de financiamento oferecidas; e (iii) promoção da eficácia do mercado.

3.1 Melhoria no acesso ao financiamento

Um dos principais problemas das economias atingidas por fortes crises como aquela que a área do euro atravessou nos últimos anos é a redução drástica do financiamento disponível, devido, em grande parte, à excessiva dependência das empresas do recurso ao financiamento bancário. Um mercado de capitais que funcione de forma integrada e eficiente constitui um fator da mais elevada importância para garantir um adequado fluxo de financiamento às empresas viáveis e a projetos de longo prazo. Como resposta às falhas existentes, a Comissão identifica três áreas de ação:

Informação	Normalização	Alternativas
<ul style="list-style-type: none"> • Divulgação de alternativas de financiamento junto de PME's • Sistema contabilidade único para PME's • Centralização de informação sobre projetos de investimento 	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado europeu de obrigações cobertas (covered bonds) integrado • Emissão de obrigações mais harmonizada • Categorias alternativas de investimento (ex. na área do ambiente) 	<ul style="list-style-type: none"> • Condições para financiamento colectivo (<i>peer to peer</i>) e participativo (<i>crowdfunding</i>) a nível transfronteiriço

3.2 Desenvolvimento e diversificação das fontes de financiamento

A Comissão pretende também mobilizar os agentes que disponibilizam as suas poupanças para financiar a economia real. De facto, a oferta de capitais será insuficiente se não captar uma variedade alargada de investidores, quer sejam de pequena dimensão, institucionais ou internacionais. Neste âmbito, a Comissão apresenta três áreas de atuação:

Investimento institucional	Investimento de retalho	Investimento estrangeiro
<ul style="list-style-type: none"> • Condições de contexto de fundos de investimento, fundos de pensões, seguradoras, capital de risco, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Poupança das famílias canalizada para investimento mobiliário (literacia financeira; mercado único de retalho, com reforço da supervisão a nível UE) 	<ul style="list-style-type: none"> • Comercialização directa de instrumentos europeus em países terceiros (em particular via negociação de acordos comerciais)

3.3 Melhoria na eficácia do mercado

Num mercado de capitais verdadeiramente integrado e desenvolvido, a afetação de capitais na economia será tanto mais eficiente quanto mais seja possível eliminar os obstáculos que impedem a livre concorrência entre as partes. A Comissão elenca um conjunto de medidas vistas como vitais para um integral desenvolvimento de um mercado de capitais eficaz, nomeadamente na área da regulação:

- Efetiva aplicação do quadro harmonizado relativo aos mercados de capitais
- Cumprimento estrito do direito europeu da concorrência
- Convergência no domínio da supervisão
- Lançamento de um quadro europeu para a recuperação e resolução de instituições financeiras sistemicamente relevantes
- Melhoria do enquadramento dos regimes de insolvência
- Remoção de regras fiscais nacionais discriminatórias
- Redução de barreiras à criação de empresas transfronteiras
- Integração dos processos de desenvolvimento tecnológico no direito europeu e nacional (ex. intercâmbio de informação entre empresas, voto eletrónico, negociação eletrónica de alta frequência)
- Disponibilização de informação consolidada de qualidade e aumento da fluidez das garantias no mercado europeu

4. União dos Mercados de Capitais: principais desafios

Globalmente considerada, a União dos Mercados de Capitais foi acolhida com bastante interesse, como foi expresso pelas inúmeras respostas à consulta pública lançada pela Comissão Europeia¹². Essa consulta, concluída em maio de 2015, pretendeu recolher contributos que permitam aperfeiçoar o plano de ação da Comissão¹³. Com base nestas respostas, a Comissão Europeia irá agora elaborar um plano de ação.

As questões a seguir discutidas são, a nosso ver, alguns dos desafios e prioridades com que a Comissão terá de lidar.

• Desintermediação financeira e assimetrias de informação

Atualmente, podemos verificar crescentes processos de desintermediação nos mercados financeiros globais, tendência que levanta alguns problemas relevantes. De facto, um maior desenvolvimento dos mercados de capitais poderá potenciar a criação de novos operadores mas também promoverá uma intensificação da dispensa de intermediários financeiros, os mais frequentes dos quais são as instituições bancárias, o que levanta em primeira análise dois tipos de problemas: mais custos de transação e mais assimetrias de informação.

No caso do financiamento indireto (no qual os bancos funcionam como intermediários financeiros), existem grandes economias de escala pela quantidade de transações efetuadas. Para além disso, a especia-

¹² O número de respostas foi de 422 e o seu conteúdo está disponível em <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/capital-markets-union-2015?language=en>.

¹³ Em paralelo com a consulta pública ao Livro Verde, a Comissão lançou também duas outras consultas nomeadamente sobre a Diretiva dos Prospetos e sobre o desenvolvimento de um mercado de titularização de elevada qualidade.

lização dos bancos neste tipo de atividade traz-lhes um grau de expertise muito elevado, permitindo a redução significativa deste tipo de custos de transação. Por outro lado, numa economia com financiamento predominantemente direto, acentuam-se os problemas associados a informação assimétrica, devido à menor capacidade instalada em cada um dos investidores em mercado de capitais de produzir informação de qualidade acerca de todos os riscos associados a determinada empresa. No fundo, as características típicas do financiamento direto (transações que raramente juntam repetidamente as mesmas partes contratuais) tornam muito mais difícil o estabelecimento do *relationship banking*, o qual permite um acompanhamento prolongado dos bancos às empresas que financiam.

Neste sentido, são fundamentais as propostas avançadas para reduzir a escassez de informação sobre as PME's, desenvolvendo mecanismos mais eficientes de produção de informação, o que, em última análise, poderá promover uma saudável concorrência entre os bancos e estimular o desenvolvimento de um mercado de titularizações mais robusto. Em paralelo, poderá contribuir igualmente para maiores níveis de transparência nos mercados financeiros. A avaliação do risco de crédito, que permite acesso a informação de solvabilidade das PME's, deve, tal como proposto pela Comissão, ser uma prioridade.

A iniciativa de simplificação e harmonização dos prospets reveste-se também de particular relevância, tanto para o lado da procura (pela redução dos custos associados) como para o lado da oferta (pela maior facilidade de avaliação de risco). Todavia, importa considerar os riscos associados a uma excessiva redução da informação exigida nos prospets, nomeadamente pela redução da proteção garantida aos investidores. Tal facto poderá decorrer da possível exclusão de informações relevantes ou da dispensa em determinadas operações de divulgar obrigatoriamente os prospets correspondentes.

As instituições europeias terão um papel determinante na prossecução destas medidas, uma vez que será de esperar alguma resistência por parte dos intermediários financeiros, nomeadamente os bancos, a medidas que fomentam a desintermediação. Tal como argumentado pelas associações financeiras portuguesas¹⁴, a real intenção das instituições bancárias em relação a esta união é a de que ela se foque na efetiva melhoria do financiamento global da UE e não na substituição direta das fontes de financiamento, na medida em que o financiamento bancário continuará a ser fulcral no financiamento à economia.

- **Alternativas de financiamento para micro e pequenas empresas**

Com efeito, os mercados de capitais são quase exclusivamente acessíveis para as empresas de média e grande dimensão. A consolidação de uma efetiva e eficaz união dos mercados de capitais permite-lhes diversificar fontes de financiamento e, dessa forma, libertar algum financiamento bancário para as micro e pequenas empresas. Assim, os benefícios para as empresas de menor dimensão serão sem dúvida relevantes mas de natureza indiretas. Contudo, devem também ser implementadas medidas especificamente direcionadas para estas empresas mais pequenas para que, também elas, possam diversificar as suas opções de financiamento para além do crédito bancário, propostas que estão de certa forma ausentes do Livro Verde da Comissão.

Além das medidas que visam reduzir custos e assimetrias de informação (discutidas na subsecção anterior), é também importante potenciar a criação de instrumentos financeiros especificamente desenhados e adaptados ao perfil de risco destas empresas de menor dimensão. Uma solução poderá passar pelo desenvolvimento de mercados funcionais de colocações privadas para pequenas empresas. Neste caso, um intermediário financeiro funcionaria como um *hub*, avaliando e agrupando empresas com níveis de risco distintos, suavizando desse modo o risco global de cada colocação e permitindo que as empresas mais pequenas (que não possuem a escala necessária quer para fazer face aos custos fixos associados a outros tipos de produtos quer para suscitarem interesse por parte de investidores que encaram a avaliação de risco destas pequenas empresas como demasiado onerosa) tenham acesso a financiamento alternativo.

Outra opção seria a conceção de produtos direcionados à resolução de problemas típicos das micro e pequenas empresas. Nesse sentido, considere-se o instrumento que está a ser desenvolvido pela Instituição Financeira para o Desenvolvimento, que procura facilitar a sucessão nos negócios familiares, garantindo o financiamento necessário para que um dos sucessores interessados possa dar continuidade à

¹⁴ Associação Portuguesa de Bancos et al. (2015).

atividade da empresa, adquirindo a posição dos restantes herdeiros. Acima de tudo, esta solução demonstra como deve ser guiado o processo de desenvolvimento de novas soluções financeiras para as micro e pequenas empresas: focado, orientado e adaptado à natureza específica dos problemas mais comuns nas empresas desta dimensão.

Noutra dimensão, para que as alternativas de financiamento às micro e pequenas empresas possam estar realmente à disposição dos empresários, é essencial investir no aumento da literacia financeira dos mesmos, para que mais facilmente tenham acesso a toda a informação que necessitam para tomar as melhores decisões de financiamento para as suas empresas. Neste âmbito, serão muito importantes todos os processos de simplificação (tal como o relativo aos prospets). No entanto, é importante referir o risco para o investidor que pode estar associado a avanços excessivos nesse tipo de processos com a consequente redução da proteção que lhe é conferida.

Tal como assinalado pela Comissão¹⁵, deve ser dada uma especial atenção à criação de instrumentos que se foquem nas empresas em fase de arranque, pelas dificuldades específicas que enfrentam em obter financiamento e pelo seu potencial em termos de crescimento e emprego.

- **Proteção legal dos investidores**

A dimensão de proteção dos investidores é crucial para o bom funcionamento dos mercados de capitais. Uma estrutura robusta e harmonizada é essencial para reduzir custos, para assegurar uma elevada participação e para desbloquear todo o potencial da União dos Mercados de Capitais. A título de exemplo, a informação contida no relatório *Doing Business* (Banco Mundial), relativa à proteção de investidores minoritários atesta a enorme heterogeneidade dos países europeus, com a Dinamarca em 17º e a Finlândia em 76º (Portugal ocupa o 51º lugar).

Assim, para desenvolver plenamente um mercado único de capitais a nível europeu, é necessário proceder a uma harmonização dos enquadramentos legais neste capítulo e adequá-lo aos melhores padrões. Nesse contexto, deve levar-se a cabo melhorias na divulgação da informação empresarial, na prestação de contas das administrações, na agilidade de processos dos pequenos acionistas em tribunal, na abrangência dos direitos dos acionistas, na estrutura da *governance* empresarial e no nível de transparência das empresas.

Em paralelo, deve também continuar-se a trabalhar na harmonização (ou, na sua impossibilidade, em mecanismos de cooperação reforçada ou na criação de um 29.º regime), na melhoria e na agilização dos regimes de insolvência dos países europeus. Estas medidas devem ser vistas como prioritárias, responsabilizando-se as autoridades Europeias com competências nesta matéria pela liderança do processo.

Alterações ao enquadramento dos regimes de pensões privados, que beneficiariam também de estandarização a nível europeu, devem também ser realizadas, garantindo a necessária proteção dos investidores.

- **Europa envelhecida vs. Risco dos mercados de capitais**

A União Europeia é hoje um espaço geográfico demograficamente envelhecido, como o com prova o rácio de dependência dos idosos¹⁶ que para a UE28 e para Portugal se situa, em 2014, respetivamente nos 28% e 29% da população em idade ativa (o que compara com 22% nos EUA)¹⁷. Por esse motivo, é de esperar que se verifique entre os detentores europeus de poupanças menor tolerância ao risco que está inerente ao tipo de produtos habitualmente oferecidos no mercado de capitais, comparando com a segurança geralmente demonstrada por produtos como os depósitos bancários (tal como o demonstra o gráfico 4).

Assim, no contexto da realidade europeia, o sucesso da União dos Mercados de Capitais, nomeadamente na sua vertente de captação de investidores, depende fortemente da real implementação das medidas

¹⁵ Comissão Europeia (2015a), pág. 14.

¹⁶ Calculado como o número de pessoas com mais de 65 anos dividido pelo número de pessoas com idades entre os 15 e os 64 anos.

¹⁷ Fonte: Banco Mundial

previstas para mitigar o risco associado ao mercado de capitais. Um exemplo é a necessidade de padronização dos produtos oferecidos pelos fundos de pensões privados, permitindo a criação de um mercado europeu verdadeiramente integrado que promova também um regime de proteção do investidor eficaz. Em paralelo, é essencial o investimento em programas de literacia financeira, para que assim se possa aumentar o nível de conhecimentos de mercado de capitais dos pequenos investidores, tornando mais apelativa uma possível diversificação de investimentos em relação ao investimento em produtos mais tradicionais, com plena consciência dos riscos associados.

- **Risco sistémico: prós e contras**

Como já anteriormente vimos, a União dos Mercados de Capitais pode ser um instrumento muito útil no objetivo de criar uma união monetária mais forte e resiliente. Contudo, para que tal se possa verificar, as implicações que a mesma terá ao nível do risco sistémico têm de ser adequadamente monitorizadas e controladas.

Na verdade, a União Europeia como um todo pode vir a beneficiar largamente da partilha de risco entre os países europeus que um mecanismo como um mercado de capitais único permite, com todas as consequências que a maior conexão das economias pode ter em termos de crescimento económico e criação de emprego. No entanto, este processo de maior integração financeira pode também fazer emergir alguns potenciais riscos, como por exemplo: (i) o aparecimento de entidades ou instrumentos que não estão sujeitos a supervisão efetiva (“*shadow banking*”)¹⁸, (ii) um aumento substancial das interligações financeiras, com mercados e agentes mais interdependentes, fazendo com que os investidores e os supervisores tenham mais dificuldade em controlar os riscos efetivos (associados por exemplo à sobreposição do sistema a determinado mercado) e (iii) a excessiva pro-ciclicidade dos mercados de capitais, o que pode criar ora bolhas financeiras ora espirais recessivas de escassez de financiamento.

A este respeito, é importante salientar o importante papel que deve ser desempenhado pelo *European Systemic Risk Board*, em estreita colaboração com as Autoridades de Supervisão Europeias e Nacionais e com o Banco Central Europeu, na garantia de uma União dos Mercados de Capitais robusta e adequadamente monitorizada.

- **Flexibilidade vs. Dirigismo**

Um dos grandes desafios deste projeto será o de encontrar o ponto de equilíbrio entre uma regulação financeira eficaz, que dê resposta às necessidades regulatórias e de supervisão do mercado, e uma dinâmica disruptiva muito própria deste tipo de mercado, em que novas soluções financeiras estão constantemente a surgir e, assim, a tornar mais eficientes os mercados financeiros. Se bem que a Comissão afirme que “[dará o seu apoio] sempre que possível, a iniciativas lideradas pelo mercado”¹⁹, reconhecendo um carácter secundário da sua ação legislativa em relação às inovações dinamizadas pelo mercado descentralizado, devem concentrar-se esforços no sentido de evitar excessos de centralizações dirigistas que impeçam o mercado de guiar este processo.

Acima de tudo, pretende-se que a Comissão seja capaz de desenhar um enquadramento regulatório suficientemente musculado para prevenir abusos, não colocando em risco a estabilidade financeira do sistema, mas que não se torne um peso excessivo sobre a dinâmica própria do mercado, garantindo assim um desejado equilíbrio entre as regras e a natural disrupção dos mercados.

- **Desafios político-institucionais**

Esta proposta de maior integração financeira para o futuro do projeto europeu surge num período de especial instabilidade política no seio da União, devido a um desalinhamento dos interesses nacionais quanto ao caminho que a União Europeia deve seguir. Por exemplo, tal como aponta Véron (2014), o facto de a União dos Mercados de Capitais ter o Reino Unido como um dos seus protagonistas (devido à relevân-

¹⁸ Esta é uma das críticas apontadas pelos bancos, tal como discutido em Véron (2014).

¹⁹ Comissão Europeia (2015a), pág. 30.

cia mundial da praça financeira de Londres)²⁰, traduz-se num conjunto de potenciais desafios políticos, sobretudo num contexto de elevado euroceticismo por parte da opinião pública inglesa. Contudo, Dixon (2014) sugere que este processo pode diminuir significativamente o risco de saída do Reino Unido da União Europeia, devido ao papel crucial que este país terá num futuro mercado comum de capitais, e aos consequentes benefícios que dele poderá retirar.

Acima de tudo, é de capital importância que se possa dinamizar um forte impulso à criação efetiva desta União, não só pela dimensão fundacional que a liberdade de circulação de capitais tem para o projeto europeu, mas também pelos enormes ganhos que um mercado comum de capitais trará para as economias europeias, potenciando o crescimento económico e a criação de emprego. Mais ainda, a necessidade desse ímpeto é também devida à dificuldade relativa que a implementação da União dos Mercados de Capitais implicará quando comparada com a União Bancária, pois se esta foi uma transformação radical, já aquela será uma mudança gradual, composta por um conjunto alargado de medidas, de comportamentos e de processos que demorarão a ser implementados e a surtir efeitos. Esta natureza incremental engloba riscos importantes, sendo necessária uma liderança europeia forte, envolvendo os governos nacionais, para que não se perca o ímpeto reformador.

5. União dos Mercados de Capitais: o impacto em Portugal

Analisemos agora a situação particular de Portugal quanto ao impacto que um mercado único de capitais a nível europeu possa vir a ter. Tal como os gráficos 3 e 4 sugerem, Portugal apresenta um nível relativamente diminuto de relevância dos mercados de capitais, não só ao nível da procura de financiamento por parte das empresas como também ao nível da oferta de aplicações para as poupanças dos agregados familiares. Com efeito, esse facto deve-se a fatores estruturais da economia portuguesa, nomeadamente ao tipo de empresas predominantes (Tabela 1). Na verdade, o tecido empresarial português caracteriza-se por uma dimensão média muito reduzida, sendo que 95,4% das empresas portuguesas têm menos de 10 trabalhadores (micro empresas).

Tabela 1 – Caracterização do tecido empresarial português

	Número de empresas			Número de empregados			Valor acrescentado		
	Portugal		UE28	Portugal		UE28	Portugal		UE28
	#	%	%	#	%	%	M€	%	%
Micro	729416	95,4	92,3	1216983	43,0	29,0	14868	22,6	21,6
Pequenas	29775	3,9	6,4	574778	20,3	20,6	14855	22,5	18,2
Médias	4378	0,6	1,0	432286	15,3	17,3	14169	21,5	18,4
PMEs	763569	99,9	99,8	2224047	78,6	66,9	43892	66,6	58,2
Grandes	703	0,1	0,2	603952	21,4	33,1	22004	33,4	41,8
Total	764274	100,0	100,0	2827996	100,0	100,0	65896	100,0	100,0

Fonte: Comissão Europeia - SBA factsheet, 2014

Para além disso, a economia portuguesa é ainda caracterizada por um elevado nível de dependência de capitais alheios, registando rácios de autonomia financeira²¹ na ordem dos 30%. A situação é especialmente gravosa para as empresas de menor dimensão: 26,4% para as micro, 29,5% para as pequenas, 30,9% para as médias e 32,5% para as grandes empresas²². Mais ainda, o financiamento externo das sociedades não financeiras portuguesas é de 30,2% no ano de 2014, demonstrando ainda uma margem assinalável de progressão.

Tendo em conta esta análise, podemos considerar que o desenvolvimento de uma União dos Mercados de Capitais terá um efeito predominantemente indireto em Portugal, sobretudo devido à estrutura dimensional do tecido empresarial português. Na realidade, e recorrendo a uma divisão entre grandes, médias e micro/pequenas empresas, os impactos que se poderão verificar são muito diversificados entre elas.

²⁰ Ao contrário da União Bancária, a União dos Mercados de Capitais é um projeto da UE a 28.

²¹ Definida como o rácio dos capitais próprios sobre os ativos.

²² Fonte: BdP

No caso das grandes empresas, embora já tenham atualmente acesso ao mercado de capitais quer por via da emissão de ações quer por via do financiamento por obrigações, este projeto permite-lhes aceder com ainda mais facilidade ao capital disponível em mercado, não só pelo desaparecimento das barreiras transfronteiriças como também pelo aprofundamento dos mecanismos de transmissão de fundos no próprio mercado. Nesse âmbito, é relevante destacar o papel significativo que o desenvolvimento dos mercados europeus de colocações privadas terá no financiamento às grandes empresas.

Já na perspetiva das empresas de média dimensão, há um impacto direto nas suas condições de financiamento, pois, por esta via, passam a ter acesso a fontes de financiamento que, de outra forma, muito dificilmente teriam acesso. Para isso, vários das sugestões feitas no Livro Verde da Comissão podem dar um contributo decisivo, como por exemplo:

- os mecanismos de produção de informação de qualidade acerca das empresas financiadas, reduzindo assim os problemas de assimetrias de informação;
- a harmonização dos processos regulatórios a que estas empresas são sujeitas, criando um *level playing field* e eliminando, dessa forma, distorções no mercado;
- a dinamização do mercado de titularizações, permitindo que estas empresas, juntas, ganhem escala para ser alvo de investimentos e potenciando a limpeza dos balanços das instituições bancárias, facilitando assim a concessão de crédito;
- a simplificação e uniformização da informação contida nos prospetos de acesso ao mercado de capitais, reduzindo desta forma os custos associados.
- a criação de incentivos aos bancos para informarem as empresas, às quais recusem conceder crédito, sobre os produtos disponíveis como alternativa de financiamento.

Quanto às empresas mais pequenas, os impactos da atual proposta da Comissão serão sobretudo indirectos, na medida em que um mercado de capitais mais sólido e dinâmico permite às médias e grandes empresas estarem menos dependentes do crédito bancário para se financiarem, o que libertaria parte desse tipo de financiamento para empresas de menor dimensão²³.

Esta melhoria, direta ou indireta, nas condições globais de financiamento das empresas médias e de menor dimensão, a que se juntam as melhorias importantes relativas a custos de contexto previstas no Livro Verde, potencia o crescimento a médio-longo prazo destas empresas, podendo vir a ganhar uma escala (e correspondentes ganhos de eficiência) que de outra forma, não teriam.

Para além das empresas, a União dos Mercados de Capitais vai igualmente provocar uma melhoria significativa no investimento em projetos de infraestruturas, os quais exigem financiamentos de longo prazo. Este tipo de financiamento poderá ser alargado por meio da criação dos novos fundos europeus de investimento a longo prazo e pela concessão sociedades gestoras de fundos de pensões e seguradoras de autorização para investirem em ativos de longo prazo, evitando que os seus apertados requisitos de capital os impeçam de disponibilizarem fundos para este fim. Esta dimensão é de extrema relevância para Portugal que, devido à sua posição geograficamente periférica, necessita de avultados investimentos, nomeadamente ao nível das redes de transporte e de energia²⁴.

O mercado de capitais unificado trará também vantagens para os investidores, pela diversificação dos instrumentos disponíveis e pela redução de barreiras à entrada (e alargando assim o volume de financiamento disponível para empresas e projetos de infraestruturas). Veja-se, por exemplo, o caso dos agregados familiares portugueses (informação contida no gráfico 4), que ainda concentram muito as suas poupanças em instrumentos financeiros de grande liquidez, como depósitos bancários e numerário (cerca de 42% do portefólio global). Olhando para países como os EUA ou o Reino Unido, podemos constatar um enorme contraste no destino das poupanças, nestes países muito mais concentradas em instrumentos como fundos de pensões, fundos de investimento e participações em empresas. Assim, dado que a União dos Mercados de Capitais vem otimizar e aprofundar os processos de obtenção de informação e aumentar a literacia financeira dos agentes envolvidos, espera-se um aumento do investimento em mercados de

²³ O impacto indirecto nas empresas de menor dimensão é também discutido em Véron and Wolff (2015).

²⁴ Comissão Europeia (2014b).

capitais por parte das famílias portuguesas, tirando partido da diversificação das opções de investimento que dessa forma se verifica.²⁵

A par deste investimento no aumento dos conhecimentos de mercados de capitais dos investidores portugueses, deve também promover-se a capacitação dos empresários portugueses (particularmente os das micro e pequenas empresas) quanto ao conhecimento da diversidade de instrumentos financeiros disponíveis e igualmente na sua correta e adequada utilização. Esta necessidade de aumento da literacia financeira é ainda mais acentuada devido a características específicas do tecido empresarial português: a grande relevância de empreendedores nacionais com mais de 65 anos (10%, o dobro da média europeia); o reduzido número de empreendedores nacionais com menos de 40 anos (5.º Estado-Membro com números mais baixos); a alta percentagem de empreendedores que não completaram o ensino básico (59%, o valor mais elevado); e a baixa percentagem de empreendedores com ensino superior completo (na meta-de do padrão europeu)²⁶.

Podemos assim afirmar que esta União beneficiará tanto o lado da oferta como o lado da procura de capital permitindo uma alocação mais eficiente dos recursos. No caso de uma pequena economia aberta como a portuguesa, a melhor circulação do capital entre países e uma mais rápida e eficiente criação de empresas transfronteiriças trarão benefícios muito alargados que terão, por certo, um impacto relevante no crescimento económico potencial de Portugal.

6. União dos Mercados de Capitais: próximas etapas

Tal como referimos, este processo de unificação dos mercados de capitais a nível europeu é parte integrante de um enquadramento superior de aprofundamento da União Económica e Monetária. Dessa forma, as medidas legislativas aqui expostas tomarão o decurso natural do processo legislativo europeu. Contudo, o sucesso desta iniciativa depende de muitos outros fatores que extravasam o âmbito legislativo. Neste contexto, é de realçar o convite explícito da Comissão a que seja o próprio mercado a desenvolver os esforços necessários para procurar resolver os constrangimentos aqui identificados, numa lógica de subsidiariedade das determinações legislativas em relação às iniciativas autónomas dos mercados. Nesse sentido, a Comissão Europeia dá nota da sua disponibilidade para levar a cabo algumas medidas não legislativas, como recomendações aos Estados-Membros no âmbito do Semestre Europeu, para promover a agilização do processo.

Na sequência da consulta pública, a Comissão irá delinear, até ao final de 2015, um plano detalhado das ações a realizar. Em última análise, tem-se como objetivo de longo prazo que as bases de uma União dos Mercados de Capitais estejam plenamente implementadas até 2019, esperando-se as respetivas consequências na fluidez do financiamento à economia real e, por conseguinte, ao nível do crescimento económico e do emprego.

7. Referências

Associação Portuguesa de Bancos et al. (2015), "Portuguese financial associations general remarks on the green paper «Building a Capital Markets Union»", 21 maio 2015;

Coeuré, B. (2014), ICMA Capital Market Lecture Series, Paris, 19 maio 2014;

Comissão Europeia (2014a), Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu, ao Comité das Regiões e ao Banco Europeu de Investimento: Um Plano de Investimento para a Europa, 26 novembro 2014;

Comissão Europeia (2014b), Project List Member-States, 10 December 2014;

²⁵ A composição de carteira das famílias está muito dependente de outros fatores que ultrapassam o contexto da UMC tais como: i) regime nacional de segurança social (que noutros países potencia o desenvolvimento de fundos de pensões privados), ii) mercado de imobiliário (parte importante do património das famílias em Portugal) e iii) nível/distribuição de rendimentos/riqueza (quanto maior riqueza individual menor fatia do património estará afeta às despesas correntes)

²⁶ Fundação Francisco Manuel dos Santos (2015), pág. 266.

- Comissão Europeia (2014c), Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Programa de trabalho da Comissão para 2015 – Um novo começo, 16 dezembro 2014;
- Comissão Europeia (2015a), Livro Verde: Construção de uma União dos Mercados de Capitais, 18 fevereiro 2015;
- Comissão Europeia (2015b), Concluir a União Económica e Monetária Europeia, 22 junho 2015;
- Dixon, H. (2014), Unlocking Europe's Capital Markets Union, Centre for European Reform, October 2014;
- Fundação Francisco Manuel dos Santos (2015), Três Décadas de Portugal Europeu – Balanço e Perspetivas (coordenado por Augusto Mateus), julho de 2015;
- Goldman Sachs (2015), Unlocking Europe's economic potential through financial markets, Economics Research, 21 February 2015;
- Gouveia, A. e A. Martins (2015), O Plano de Investimento para a Europa: Oportunidades e Limitações, BMEP N.º 03|2015 – Em Análise;
- Grauwe, P. (2007), Economics of monetary union, 7th edition, Oxford University Press;
- International Monetary Fund (2013), "Toward a fiscal union to the euro area, technical background notes", September;
- Sapin, M. and W. Schauble, (2015), Letter of German Federal Minister of Finance and French "*Ministre des Finances et des Comptes Publics*" to Lord Jonathan Hill, 6 July 2015;
- Véron, N. (2014), Defining Europe's Capital Markets Union, Bruegel, November 2014;
- Véron, N. and G. Wolff (2015), Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Bruegel, April 2015.