# A UNIÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS E O SISTEMA EUROPEU DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

*João Vieira dos Santos*

Abstract: *This essay analyses the main steps to build the Capital Market Union, by reference to the European Commission's Green Paper and Action Plan. It takes into account Europe's priorities of economic growth and job creation, examining key issues such as access to financing by small and medium-sized enterprises, long-term investment, securatisation and Competition Law. We also examine the essential role of the European Financial Supervision System in the integration and stability of the European capital markets, considering this ambitious project as prominent to the recovery of the economy and the welfare of the entire European population.*

Sumário: 1. Introdução. 2. Os mercados de capitais na Europa. 2.1. Breve análise histórica. 2.2. A atualidade. 3. O acesso a financiamento das PME. 3.1. O prospeto. 3.2. Informação normalizada. 3.3. Meios de financiamento alternativo. 4. O investimento a longo prazo e os mercados de titularização. 5. A importância da concorrência. 6. Sistema Europeu de Supervisão Financeira. 6.1. O Comité Europeu de Risco Sistémico e as Autoridades de Supervisão. 6.2. O papel particular da *ESMA*. 7. Conclusão.

## 1. INTRODUÇÃO

Continuamos a sentir os efeitos da crise financeira e vivemos, não se pode negar, tempos perniciosos. Os elevados níveis de desigualdade, a pobreza, a precaridade laboral, endividamento das famílias, a insustentabilidade da dívida e da segurança social, os excessos especulativos do sistema financeiro. Entretanto, cada vez mais pessoas têm menos trabalho, cada vez os Estados têm mais dificuldade em pagar reformas, subsídios e bolsas a estudantes. Menos salários, menos poder de compra, menos consumo, menos receitas fiscais, tudo isso explica a espiral recessiva em que nos encontramos. O crescimento económico já não significa criação de emprego. Em boa verdade, implica o oposto.

Impõe-se, portanto, uma regulação do sistema financeiro mais eficiente e uma nova política da União Europeia, nesta época em que "proliferam os investidores apenas preocupados com o encaixe financeiro decorrente da rentabilização, a curto prazo, do investimento acionista efetuado"[1]. A Europa encontra-se num período de reflexão e remodelação e impõe-se o dever de acompanhar de perto todos os seus progressos, no sentido de resolver a espiral recessiva referida e garantir que o crescimento económico resulte numa criação de emprego e bem-estar para toda a população.

Isto posto, escolhemos abordar nesta investigação um dos pontos fulcrais da integração europeia e o cerne da crise atual, a crescente internacionalização dos mercados de capitais e a mundialização das operações sobre instrumentos financeiros[2]. Consideramos, também, pertinente, na abordagem deste tema, o Relatório[3], de julho de 2014, do Presidente da Comissão Europeia, Jean-Claude Juncker, em que refere o desenvolvimento da União dos Mercados de Capitais como uma das grandes prioridades do seu mandato.

Neste sentido, a Comissão Europeia lançou, a 18 de fevereiro de 2015, o Livro Verde sobre a "Construção de uma União de um Mercado de Capitais"[4], visando, como prioridades, o crescimento e o emprego. A ideia principal é, basicamente, criarem-se Mercados de Capitais mais robustos que aguentem os choques das crises financeiras e complementem o financiamento bancário, permitindo, assim, mobilizar mais investimento para as pequenas e médias empresas (doravante, PME[5]), tornar o sistema financeiro mais estável e diversificar as fontes de financiamento.

Posteriormente, perante a recente "Comunicação da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico Social Europeu e ao Comité das Regiões" sobre o "Plano de Ação para a Criação de um Mercado de Capitais", de 30 de setembro de 2015[6], avistamos, finalmente, um caminho

1 Câmara, 2007: 175.

2 Problemas já tratados pela doutrina há alguns anos, p. ex. Palma & Oliveira, 1998: 7-16.

3 Juncker, 2014: 9.

4 Comissão Europeia, 2015a.

5 Na Recomendação n.º 2003/361/CE, de 6 de Maio, a Comissão Europeia definiu a qualificação de pequenas e médias empresas (PME) como "empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros".

6 Comissão Europeia, 2015b.

bem definido desta ideia verdadeiramente ambiciosa de construir uma União dos Mercados de Capitais na União Europeia.

Depois da criação da União Bancária, a 4 de novembro de 2014, a União dos Mercados de Capitais aparece como próxima etapa fulcral da integração europeia e imprescindível para a sobrevivência da União Económica e Monetária. Etapa que vai no sentido da liberalização da circulação de capitais, "'quarta' liberdade constitutiva do mercado comum"[7] (artigo 26.º, n.º 2, do TFUE).

Deste modo, analisaremos um conjunto de medidas – para nós as mais relevantes –, que contribuirão para a construção da União dos Mercados de Capitais, tendo como referência o Livro Verde sobre a "Construção de uma União de um Mercado de Capitais" e o "Plano de Ação para a Criação de um Mercado de Capitais", começando por uma breve análise histórica para compreendermos o estado atual dos mercados financeiros europeus, comparando-os aos mercados financeiros dos Estados Unidos da América, devido ao estado de grande desenvolvimento destes.

Seguidamente, o presente estudo analisará as medidas que procuram facilitar o financiamento às PME europeias, as formas de reforçar o investimento a longo prazo e o mercado de titularizações e perscrutar a importância da concorrência neste ambicioso projeto de criar a União dos Mercados de Capitais.

Por último, analisaremos o papel primordial do Sistema Europeu da Supervisão Financeira para a estabilidade desta União, considerando o caso particular da *ESMA*, como Autoridade Supervisora dos mercados de capitais.

## 2. OS MERCADOS DE CAPITAIS NA EUROPA

### 2.1. Breve análise histórica

Na Europa, os mercados, enquanto atividade económica[8], desenvolveram-se muito cedo, e, como eram considerados um legado institucional da Idade Média, foram sempre bastante regulados de forma a proteger consumidores e pequenos produtores e a racionalizar recursos. Isto levou a um promoção

7 Gorjão-Henriques, 2014: 585. "O princípio da liberdade de capitais foi consagrado, desde 1958, no Tratado que institui a Comunidade Económica Europeia (TCEE). Sendo o capital, a par do trabalho, um fator de produção, acreditava-se que a sua liberalização no mercado interno levaria à utilização mais eficiente e ao consequente aumento do bem-estar" – Campos, 2012: 379.

8 "O mercado, enquanto atividade económica, é o ponto de encontro entre vendedores e compradores", Fernandes, 1997: 191.

de cartéis por parte dos Governos europeus, por oposição ao Governo americano, que os proibiu[9].

Numa fase ulterior, inovações financeiras como os títulos de crédito começaram em França e nos Bancos de Bruges[10] e Antuérpia, e despoletaram, mais tarde, a grande troca de instrumentos financeiros nas praças de Amesterdão e Londres. Foi, assim, o Reino Unido que, no início da Revolução Industrial, procurou destacar-se na internacionalização dos mercados de capitais, aproveitando a era do liberalismo e do *laissez-faire*, a era que permitiu o rápido crescimento desses mercados[11].

No início do século XX, a emissão de obrigações do Governo americano "deu a conhecer ao público em geral o mercado dos valores mobiliários, incentivando inúmeras empresas, a partir da década de 20 do século passado a procurarem este tipo de financiamento, em desfavor dos mais tradicionais empréstimos bancários. Esta viragem, com impacto direto nas suas receitas, impeliu as instituições de crédito a penetrarem na pujante área dos instrumentos financeiros"[12]. Após a "Grande Depressão" americana, de 1929, suscitou-se a criação do *New Deal*, "um amplo programa de intervenção na economia"[13], sendo uma das medidas deste programa a criação de legislação federal para controlar os mercados de capitais e o sistema bancário (*Securities Act* e *Glass-Steagell Act* de 1933) e tutelar os investidores (*Securities Exchange Act* de 1934). Estas leis federais, que ainda se encontram em vigor, foram essenciais para uma regulação efetiva do sistema financeiro, permitindo uma fortalecimento dos mercados financeiros, e o seu consequente crescimento[14], e impuseram a separação entre a Banca comercial e a Banca de investimento, que durante longas décadas, foi "um dos elementos mais característicos do mercado financeiro estado-unidense"[15]. Na Europa Continental, por outro lado, inexistiram

9 Cf. Casson & Lee, 2011: 11.

10 "A origem do termo bolsa não está esclarecida, muito embora tradicionalmente se associe o seu aparecimento à cidade de Bruges, onde o senhor de uma nobre família Van der Bourse mandou construir um local destinado à reunião de assembleias de comerciantes, o qual estaria ornado, no seu frontispício, com o escudo das suas armas carregadas de três bolsas...", Fernandes, 1997: 187.

11 Obstfeld & Taylor, 2003: 121-127.

12 Cordeiro, 2014: 567.

13 Domingues, 2009: 489.

14 Domingues, 2009: 489-492.

15 Cordeiro, 2014: 567.

barreiras entre a Banca comercial e a Banca de investimento, adotando-se o sistema bancário universal.

Em termos filosófico-políticos, contrariamente ao que sucedeu na Europa Continental, a história dos Estados Unidos da América e do Reino Unidos foi influenciada pelo pensamento do mercado livre[16], o que teve uma enorme influência no maior desenvolvimento dos seus mercados de capitais.

No pós-2.ª Guerra Mundial, a Europa procurou a sua reconstrução na celebração dos "Tratados Fundamentais das Comunidades Europeias – o Tratado de Paris, de 18 de abril de 1951, que institui a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (C.E.C.A), e os Tratados de Roma, de 25 de março de 1957, institutivos da Comunidade Europeia da Energia Atómica (C.E.E.A, Euratom) e da Comunidade Económica Europeia"[17].

Seguidamente, terminando a era *Bretton Woods*[18] (1945-1971), em que se procurou reerguer a Economia mundial depois das duas Grandes Guerras, existiu um crescimento exponencial da mobilização de capitais[19], destacando-se os Estados Unidos da América, que apostou fortemente na inovação financeira, através da Regulamento Q, que impôs limites máximos à taxas de juros em depósitos bancários, levando à maior procura de instrumentos dos mercados financeiros[20]. Ulteriormente, em 1999, o mesmo país revogou a barreira que separava a Banca de comercial e a Banca de Investimento, através do *Gramm-Leach-Bliley Act*. O recente progresso tecnológico da engenharia financeira permitiu "a maximização da utilização de ativos, quer do lado do passivo, quer do lado ativo das empresas financeiras e não financeiras"[21], passando a existir uma dinâmica holística dos operadores de mercado e uma diversificação das fontes de financiamento, aliadas à globalização da economia.

---

16 Um pensamento que introduzia a ideia que qualquer individuo poder iniciar o se negócio e entrar nos mercados, permitindo-se a concorrência com empresas já estabelecidas, ressalvando-se que o Governo Federal protegia esse direito de entrada, *vd.* Casson & Lee, 2011:11.

17 Silva, 2013a: 10.

18 O acordo *Bretton Woods* estabeleceu um conjunto de relações comerciais, produtivas, tecnológicas e financeiras, em que se procurou iniciar um marco ordem internacional estável e regulada. "Sob o manto deste hegemonia foram reconstruídas as economias da Europa e do Japão e criadas as condições para o avanço das experiências de industrialização na periferia do capitalismo", Belluzo, 1995: 14.

19 Um dos grandes marcos da ascenção dos mercados de capitais foi a abertura do primeiro mercado de capitais secundário e eletrónico do mundo, em Nova Iorque, a 5 de fevereiro de 1971, o *NASDAQ, vd.* Mandaloniz, 2003: 380.

20 Cf. Handerson, Brooke, Hume & Kurtosiova, 2015: 8.

21 Quelhas, 2012: 83.

Em suma, podemos dizer que existiram dois grandes modelos de mercados financeiros: O anglo-saxónico, marcado por um mercado de capitais sólido, pouca intervenção do Estado na Economia e grandes incentivos aos investidores; e o Europeu Continental com uma forte intervenção do Estado na Economia e uma influência muito forte dos Bancos no financiamento empresarial. Isto posto, consideramos que a União dos Mercados de Capitais, ao envolver, naturalmente, os 28 países da União, incluindo o Reino Unido (a maior praça financeira da Europa encontra-se em Londres), as reformas estruturais consistirão numa aproximação ao modelo anglo-saxónico, até porque a crise afetou menos os países com este modelo, como veremos *infra*.

## 2.2. A atualidade

Após a crise financeira global, eclodida em Agosto de 2007, constatou-se que a autonomia nacional das políticas financeiras não acompanhou "a globalização financeira e a realidade da integração, interligação ou interdependência dos mercados de capitais europeus, com a sentida falta de cooperação/coordenação ou integração da supervisão a não frenar a instabilidade do sistema ou seguramente a não concorrer para um sistema estável"[22], sendo que o sector financeiro mais afetado pela crise foi o bancário, gerando dificuldades enormes na concessão de crédito[23]. Houve também um declínio na liquidez e uma notória fragmentação dos mercados de capitais da União Europeia, deteriorando o acesso a estes mercados[24].

Desse modo, a Comissão Europeia promoveu uma estrutura de supervisão integrada da União Europeia, criando, em 2010, o Sistema Europeu de Supervisão Financeira e, a partir de 2012, implementou a União Bancária, num claro processo de aceleração de integração do projeto europeu. Neste seguimento, o Relatório dos 5 Presidentes[25] aponta para a conclusão do processo da União Bancária e o encetamento de uma União dos Mercados de Capitais de modo a garantir a estabilidade do Euro, partilhar riscos com o setor privado, fortalecer o crescimento económico e estimular a criação de emprego, canalizando as

22 Silva, 2013a: 85.

23 A crise financeira de 2007 afetou menos os países com mercados de capitais desenvolvidos, tendo os mercados de capitais sido um instrumento vital para a estabilidade financeira. Cf. Shoenmaker, 2015: 5-8.

24 Cf. Paniant, 2015: 40.

25 Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi & Schulz, 2015.

poupanças dos aforradores em investimentos mais produtivos, e, sobretudo, em PME, que compõem a maior parte do tecido empresarial na União Europeia.

Esse plano ambicioso de integração só será possível se evitar com sucesso a fragmentação dos mercados financeiros dos Estados-Membros[26], tarefa árdua nos duros tempos de instabilidade económica e de crise da Zona Euro. De todo o modo, a criação da União dos Mercados de Capitais, desde que consiga reduzir a fragmentação dos mercados financeiros da União Europeia e complementar o financiamento bancário com mercados de capitais mais desenvolvidos e mais líquidos, poderá muito provavelmente contribuir para a redução do custo do financiamento da economia, promovendo a criação de emprego[27]. Destarte, o caminho não será, indubitavelmente, impor uma alternativa, mas melhorar a qualidade das alternativas de financiamento[28].

## 3. O ACESSO A FINANCIAMENTO DAS PME

### 3.1. O prospeto

O acesso aos mercados financeiros pelas PME é tido como uma das principais prioridades do projeto da União dos Mercados de Capitais, e para tanto, são essenciais mercados financeiros mais sólidos e menos burocráticos, que canalizem as poupanças para investimentos a longo prazo.

Sendo verdade que "as PME têm sido – e são na atualidade – a célula básica da estrutura económica dos distintos Estados, tanto pela sua contribuição para o investimento na atividade regional e produtiva, como pelo seu dinamismo e capacidade de adaptação e inovação"[29], é natural que um dos grandes objetivos da União dos Mercados de Capitais seja reduzir os obstáculos que limitam a capacidade das empresas mais pequenas de obterem financiamento através de capitais próprios ou de dívida. É, de facto, visto como prioritário "ajudar as PME e empresas em fase de arranque a crescer, removendo os obstáculos regulamentares e facilitando o acesso ao financiamento"[30], estando, por essa

26 Cf. Demary, Diemeier & Haas, 2015: 33.

27 Cf. Gouveia & Martins, 2015: 4.

28 Convergentemente, Schammo, 2015: 35 e 36.

29 Mandaloniz, 2003: 69.

30 Comissão Europeia, 2015c: 2.

razão, a Comissão Europeia a planear apresentar uma proposta de revisão da Diretiva «Prospetos».

Os prospetos são documentos bastante exigentes em termos de informação financeira, nomeadamente sobre os riscos e as modalidades de financiamento, impostos legalmente às empresas, de modo a informar adequadamente os investidores. É preponderante, nesta medida, uma simplificação destes documentos, não descurando a qualidade e exatidão da informação financeira.

Neste âmbito, a União Europeia tem vindo a harmonizar os requisitos em matéria de prospetos, a fim de permitir comparar oportunidades de investimento dentro da zona comunitária. Têm sido abordados temas como o âmbito dos requisitos e exceções dos prospetos, a proteção dos investidores, redução dos encargos administrativos e de custos desnecessários, incentivo de investimentos transfronteiriços e alteração do regime do prospeto para tornar-se mais apropriado para as PME. Pretende-se, deste modo, simplificar as informações necessárias nos prospetos no intuito de facilitar a utilização destes documentos por parte das PME, permitindo o acesso destas aos mercados de capitais.

Contudo, a iniciativa de simplificação e harmonização dos prospetos terá que ser analisada, não só do ponto de vista da procura, com a redução dos custos associados, mas também o lado da oferta, contribuindo-se para uma maior facilidade de avaliação de risco[31]. A redução de informação não poderá implicar a redução de proteção dos investidores, tendo a Comissão Europeia que se dotar dos instrumentos necessários para esta salvaguarda, como por exemplo a criação da Plataforma Europeia de Aconselhamento ao Investimento, entre outros.

### 3.2. Informação normalizada

"No mundo do financiamento, melhor informação significa quase sempre melhor acesso a financiamento"[32]. No entanto, muitas PME europeias 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. Este défice de informação impossibilita os investidores de identificar e analisar as empresas que os poderiam interessar, bem como as empresas de conhecerem as fontes de financiamento mais consentâneas com as suas características.

---

31 Cf. Virtuoso, Gouveia & Martins, 2015: 9.

32 *Vd.* https://www.raize.pt/blog/3-ideias-para-melhorarmos-a-competitividade-da-economia-portuguesa/.

São vários os problemas detetados nesta matéria: a disparidade entre os ordenamentos jurídicos e as práticas de supervisão dos diferentes Estados-Membros, que restringe as possibilidades de normalização das práticas de emissão e de informação financeira; e o facto de a informação ter custos elevados de produção mas ser barato reproduzi-la, resultando em falhas relevantes no mercado de capitais[33].

É urgente a intervenção comunitária, e a Comissão Europeia tem tomado, recentemente, medidas nesta matéria com as Diretivas da Transparência (2013/50/EU) e das Demonstrações Financeiras (2013/34/EU). Os esforços vão no sentido de uma harmonização das normas de contabilidade e de auditoria na União Europeia, facilitando o intercâmbio das melhores práticas.

"Quanto mais informação for colocada à disposição dos mercados, menor será o risco incorrido pelos investidores"[34]. Por essa razão, a avaliação do risco de crédito, que permite acesso a informação de solvabilidade das PME, é tida como uma prioridade[35]. Outrossim, as informações sobre risco de crédito podem, sobretudo, atrair investidores institucionais, produzindo resultados benéficos à integração e harmonização dos mercados de capitais[36].

A Comissão Europeia tenciona, deste modo, aumentar o intercâmbio das melhores práticas, de modo a criar fontes de informações fiáveis para apoiar as PME que pretendam obter financiamento. Isto é, instituir-se 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. A Comissão considera, também, criar ligações transfronteiras para associar os sistemas nacionais existentes, reunindo os investidores e as PME em toda a Europa, um sistema que interligue as estruturas nacionais preservaria os conhecimentos a nível local e que permita às PME disponibilizar aos investidores, a nível europeu, um conjunto de dados essenciais no domínio financeiro e do crédito. Será essencial que esta fonte de valor acrescentado consiga uma comparabilidade suficiente dos dados fundamentais, favorecendo os investidores potenciais em toda a União Europeia a dispor de uma visão exata, verdadeira e fiável da situação financeira das PME.

---

33 Cf. Samuelson & Nordhaus, 2005: 194.

34 Cordeiro, 2015: 275.

35 Cf. Virtuoso, Gouveia & Martins, 2015: 9.

36 Cf. Kaya, 2015: 18; Véron & Wolff, 2015: 12.

Também importa assegurar que os bancos fundamentem a rejeição de pedidos de financiamento das PME, protegendo-se estas, devido ao seu limitado poder negocial[37]. Essa informação poderá ser vital para uma empresa aferir a sua capacidade de acesso a financiamento. Uma melhor informação prestada aos pequenos investidores poderá garantir a transparência que, neste momento, os mercados de capitais tanto necessitam.

### 3.3. Meios de financiamento alternativo

*a) Capital de risco e Business Angels*

"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"[38]. Deste modo, parece óbvia a aposta nos meios de financiamento alternativo, permitindo diversificar as fontes de financiamento das PME e aumentar as opções dos aforradores, de forma a tornar a economia mais resistente, promover a integração europeia, reduzir custos, aumentar a competitividade das PME europeias, e, podendo, por exemplo, proporcionar às famílias soluções mais adequadas tendo em vista a preparação da sua reforma.

Contudo, as formas de crédito não bancárias encontram-se muito pouco desenvolvidas na Europa – enquanto as PME europeias dependem dos Bancos em mais de 70% do seu financiamento, nos Estados Unidos, as PME apenas dependem em 30% do seu financiamento[39] –, pelas razões históricas *supra* descritas, perspetivando-se um longo e árduo caminho na sua promoção.

Deve-se, ainda assim, canalizar esforços para aumentar a utilização dos meios de financiamento alternativo, apostando, primeiramente no fomento da literacia financeira dos investidores e das PME[40], pois esses meios de financiamento são um ponto fulcral na evolução da União dos Mercados de Capitais.

---

37 Cf. Mandaloniz, 2003: 77.

38 Virtuoso, Gouveia & Martins, 2015: 7.

39 Cf. Stepanova & Stoev, 2015: 15.

40 Sobre a importância da literacia financeira na União dos Mercados de Capitais, vd. Demary, Diemeier & Haas, 2015: 33-36.

Um dos meios de financiamento alternativo mais importante para as PME é o investimento em capital de risco, devido ao relevo para um financiamento eficaz das empresas de inovação e tecnologia, incentivando e suportando a sua dinâmica, produtividade e rápido crescimento. "As PME podem, através do capital de risco, assegurar os meios necessários ao desenvolvimento de soluções tecnológicas e de estratégias de eficiência (de produção, distribuição e promoção), contribuindo para a valorização do negócio e, em última instância, para o crescimento económico e a criação de emprego"[41].

Começamos, por isso, por analisar o capital de risco, que tem sido alvo de grande atenção pelo legislador comunitário, nomeadamente nas Diretiva n.º 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011 e Diretiva n.º 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, e nos Regulamentos (UE) n.ºs 345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril.

O investimento em capital de risco[42] é definido no regime legal português como "a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento como forma de beneficiar da respetiva valorização". Neste âmbito, podemos ter fundos ou sociedades de capital de risco, que são organismos que assumem uma opção na entrada de capital numa certa empresa, da qual sairão mais tarde através de uma subscrição pública ou privada. Afere-se, assim, que a caraterística essencial do capital de risco "é a limitação do tempo de investimento, sendo o retorno decorrente do ganho ou mais valida da participação no desinvestimento"[43].

---

41 Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, 2014: 6.

42 "O investimento em capital de risco é surpreendentemente antigo. Vem da velhíssima comenda, contrato em que o mercador obtinha financiadores que entravam com capitais para uma empresa determinada e com quem partilhava no fim o resultado....Da comenda evoluíram, num longo processo histórico, as contas (associações) em participação e as comanditas", Vasconcelos, 2012: 159. Nos nossos dias, o capital de risco está mais associado a investimentos em empresas em arranque, com grandes perspetivas de crescimento e com projeto dinâmicos. O alto risco que assumem os investidores de capital de risco é compensado por uma alta taxa de rentabilidade, Mandaloniz, 2003: 307. "O capital de risco pode ser definido simplesmente como uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão", Caldeira, 2014: 13. Capital de risco é um "tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objetivo de alavancar o seu desenvolvimento, Silva, 2013: 242; "Hoje, no mercado global, o que maior volume de fundos envolve e que investe com maior eficiência e maleabilidade é talvez o *private equity*", Vasconcelos, 2012: 157.

43 Vasconcelos, 2012, P. 158.

"O capital de risco não é mais, portanto, do que tal subscrição ou aquisição de participações sociais numa empresa em fase de instalação (*venture capital*) ou de reestruturação (*private equity*), financiando-a (através das entradas realizadas), tendo em vista a respetiva valorização para posterior alienação da participação com lucro"[44].

Em grande parte da União Europeia, os fundos e sociedades de capital de risco enfrentam problemas para alcançar a escala necessária e alargar o risco de carteira. A ausência de uma cultura de participação no capital, a falta de informação, a fragmentação do mercado e os elevados custos parecem ser das principais razões para esta situação.

Por esse motivo, a União Europeia criou os fundos de capital de risco europeus (EuVECA) e os fundos europeus de empreendedorismo social (EuSEF), permitindo que estes fundos comercializem e angariarem capital no mercado interno[45]. O Regulamento relativo aos fundos de capital de risco europeus (EuVECA) e o Regulamento relativo ao Fundo de Empreendedorismo Social Europeu (EuSEF), definem as condições em que estes fundos podem ser comercializados aos investidores institucionais e aos particulares com um elevado património líquido em toda a União Europeia.

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 euros. A Comissão planeia reduzir desta forma o limiar de investimento dos fundos EuVECA e EuSEF, com o objetivo de atrair um maior número de investidores e acelerar a comercialização e o investimento transfronteiras[46]. Deve-se, neste sentido, aproveitar o repto da criação da União dos Mercados de Capitais e aumentar o âmbito destes passaportes, que até à data, têm tido um resultado encorajador, mas ainda existe muita margem para progressão.

No capital de risco, existe também outra figura, os *Business Angels*[47]. Estes podem ser definidos como investidores particulares, normalmente empresários

44 Oliveira, 2015: 71.

45 Oliveira, 2015: 71.

46 Comissão Europeia, 2015a: 19.

47 O mercado de investimento dos *Business Angels* na União Europeia, em 2013, foi cerca de 5 mil milhões de euros. Tem-se analisado bastante esta figura com vista a regulamentar o *Crowdfunding* devido às suas semelhanças, Décarre & Wetterhag, 2014: 21.

de experiência comprovada, que investem, predominantemente, em empresas de capital de risco.

Tiveram uma rápida expansão nos países anglo-saxónicos, onde os mercados de capitais são muito desenvolvidos, permitindo, facilmente, aos *Business Angels* colocar pequenas empresas nesses mercados[48]. Na criação da União dos Mercados de Capitais, será preponderante o apoio prestado por investidores providenciais com o objetivo de apoiar o investimento em capital de risco, promovendo-se o crescimento e proporcionando-se "aos empresários a possibilidade de mobilizar fundos na Europa, bem como em países terceiros"[49].

O número dos *Business Angels*, fundos e sociedades de capital de risco ainda é muito reduzido na Europa, mas o caminho mais importante para a criação da União dos Mercados de Capitais passa por estas figuras, pelo papel que podem ter no investimento da inovação e da tecnologia, pois só através da inovação e tecnologia é que a União Europeia conseguirá, mais facilmente, criar riqueza e atrair capital de países terceiros, nesta nova Economia global.

*b) Crowdfunding*

As PME têm muito poucas oportunidades de encontrar o financiamento adequado, limitando-se a escolher a opção menos custosa e mais simples. Nesse sentido, e aproveitando a crise do crédito bancário[50], surgiu uma nova fonte de financiamento, o *Crowdfunding*.

O *Crowdfunding* pode ser definido como "uma forma de financiamento de projetos e empreendimentos, geralmente com recurso à *internet*, através de um convite ao investimento do público (*crowd*)"[51].

Uma das maiores vantagens do *Crowdfunding* é a sua capacidade de reduzir o risco de determinado projeto, por muitas vezes funcionar como estudo de

48 Mandaloniz, 2003: 342.

49 Comissão Europeia, 2015b: 13.

50 Os problemas financeiros dos bancos – originados pelo contágio da crise da Banca de Investimento à Banca Comercial – e as políticas monetárias europeias chegaram a um ponto em que "na sequência de injecções em massa de liquidez (*Quantitative Easing*) e de juros muito baixos, vários Bancos ficaram sentados em montanhas de liquidez e a não (re)distribuírem o crédito às empresas, sobretudo PME's, às famílias e à economia real, e mesmo a outros bancos, com o fechamento do mercado interbancário sobretudo às instituições de crédito de países com grave risco da dívida soberana como Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha, concretizando-se assim um exemplo do que Keynes chama a *armadilha da liquidez*", Silva, 2014: 73.

51 Santos, 2015: 7.

mercado – uma ferramenta de *marketing online*[52] – para posterior recurso a outros meios de financiamento mais desenvolvidos. "Logo, ao permitir-se o lançamento de ideias facilmente e com um baixo risco, mais ideias serão testadas, nas quais umas sobressairão, criando-se um espaço onde a sorte se encontra com a sagacidade"[53]. Apresenta-se, também, como uma oportunidade única de facilitar o acesso ao mercado de capitais a pequenos investidores[54].

Por esta última razão, a Comissão Europeia integrou numa das suas prioridades para a criação da União dos Mercados de Capitais o fomento desta nova figura, apesar de ainda não a ter regulamentado. Contudo, já vários Estados-membros regulamentaram a figura, tais como a Itália, o Reino Unido, a França, a Alemanha, a Espanha e, mais recentemente, Portugal. Em Portugal, a Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, aprovou o Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (*Crowdfunding*)[55], que entrou em vigor a 1 de outubro de 2015.

Apesar de se poder considerar que a regulamentação apenas poderá limitar o progresso deste meio de financiamento, somos da posição diametralmente oposta, julgando que só através da sua regulamentação é que poderemos ter uma efetiva proteção dos investidores, inspirando a confiança necessária para o seu crescimento. Apelamos, assim, a intervenção urgente da Comissão Europeia nesta matéria, promovendo as transações entre vários Estados-membros, ao nível do *Crowdfunding*.

---

52 Lucas, 2014: 48 e ss.; Mollick, 2013: 2.

53 Leite, 2012: 24.

54 Paolantonio, 2014: 7 e 8. "Pode ainda servir para um pequeno negócio local adquirir um meio de produção para melhor servir a comunidade onde está inserido", Rosa, 2013: 15. Num estudo feito no Reino Unido, 62% de 290 investidores em *Crowdfunding* de capital não tinham qualquer experiência em investimentos, cf. Baeck, Collins & Zhang, 2014: 53. O *Crowdfunding* democratiza o acesso do público aos mercados financeiros. Neste sentido, é importante referir as ideias de Robert Schiller de democratização das finanças: "A democratização da finança funciona lado a lado com a humanização da finança. Nessa medida, é importante que a finança seja humana e incorpore um conhecimento cada vez mais sofisticado da mente humana nos seus sistemas, modelos e previsões... A chave para alcançarmos os nossos objetivos e realçarmos os valores humanos é manter, e melhorar continuamente, um sistema financeiro democrático que tenha em conta a diversidade de motivos e impulsos humanos. Precisamos de um sistema que permita que as pessoas realizem negócios complexos e estimulantes em prol dos seus objetivos e que permita um escape para o nosso instinto de agressão e sede de poder. Tem de ser um sistema que redirecione os inevitáveis conflitos humanos para uma arena onde se tornem fáceis de lidar, uma arena que seja, simultaneamente, pacífica e construtiva", Shiller, 2015: 395-402.

55 O *Crowdfunding* já se encontra em franco desenvolvimento, em Portugal, e, curiosamente, a primeira plataforma de negociação de *Crowdfunding* de capital foi criada por um americano e um português. Carlos Silva e Jeff Lynn fundaram a Seedrs, em julho de 2012, *vd.* http://www.portugalglobal.pt/ e https://www.seedrs.com/.

Mesmo que o *Crowdfunding* esteja sujeito à regulamentação da sua relação jurídica subjacente, isto é, uma campanha de *Crowdfunding* acaba por ser um contrato, que tanto pode ser uma compra e venda, uma prestação de serviços, uma emissão ou transação de valores mobiliários, ou até um mútuo – encontrando-se, por isso, regulamentado pelos regimes correspondentes a cada tipo contratual –, o *Crowdfunding* possui problemas específicos, dada à sua razão de ser, e, desse modo, automatiza-se do tipo contratual subjacente, necessitando de regulamentação própria, como o estabelecimento de limites ao investimento, que se explica pelo risco acrescido do investimento em empresas de arranque.

Ademais, não se deve descurar outros meios de financiamento *online* como o *Peer to peer lending*[56] e o *Invoice trading*[57], que se encontram em franco crescimento e ainda não estão regulamentados, devendo-se seguir o exemplo do Reino Unido que tem estes mercados muito fortalecidos[58].

A Comissão Europeia não se esqueceu de abordar essas figuras, encontrando-se no Livro Verde da "Construção de uma União dos Mercados de Capitais o seguinte: "Surgem novas tecnologias e modelos empresariais, tais como *peer to peer lending* (empréstimos coletivos) ou outros tipos de empréstimos diretos não bancários, que procuram oferecer financiamento às PME e às empresas em fase de arranque. A Comissão gostaria de conhecer os pontos de vista sobre a existência de obstáculos significativos à entrada no mercado que impeçam prestação destes serviços e ao seu desenvolvimento, ao lado dos empréstimos bancários"[59].

## 4. O INVESTIMENTO A LONGO PRAZO E OS MERCADOS DE TITULARIZAÇÃO

"O excessivo foco no curto prazo gera uma afetação deficiente dos ativos da sociedade, conduz a uma volatilidade nociva nos mercados financeiros, gerando

56 "O chamado *peer to peer* (P2P) *lending* (empréstimos entre pares) corresponde, essencialmente, a um empréstimo realizado diretamente entre particulares, isto é, entre um mutuário (uma qualquer empresa, por exemplo) e um mutuante não profissional. É uma forma de desintermediação na concessão de crédito em que se prescinde da instituição de crédito de permeio entre quem dispõe de liquidez e quem dela carece.", *vd.,* http://www.vda.pt/xms/files/Newsletters/2015/.

57 *O Invoice trading* consiste na comercialização de fatura numa plataforma online, *vd.* www.marketinvoice.com/support/14/what-is-invoice-trading.

58 Sobre esta autonomização, *vd.* Ringe, 2015: 2-10.

59 Comissão Europeia, 2015a: 20.

instabilidade devido à procura desenfreado pelo lucro"[60]. A visão míope dos administradores foi, definitivamente uma das causas da crise financeira global de 2007. É compreensível, destarte, a preocupação da Comissão Europeia em incentivar investimentos sustentáveis, de longo prazo, que garantam crescimento económico, visão, que mais se coaduna com uma União efetiva dos mercados de capitais, em que deve destacar a sustentabilidade e o crescimento a longo prazo das sociedades comerciais.

Parece evidente, destarte, a adoção, por parte da Comissão Europeia, em Abril de 2015, do Regulamento relativo ao Fundo Europeu de Investimento a Longo Prazo (ELTIF), criando-se um novo veículo de financiamento transfronteiras para projetos de longo prazo (por exemplo, nos domínios da energia, dos transportes e das infraestruturas de comunicação, nas infraestruturas industriais e de serviços e na habitação). É notória a grande necessidade da Europa em ter um importante volume de novos investimentos a longo prazo e sustentáveis para manter e aumentar a competitividade e assegurar a transição para uma economia mais ética e mais eficiente a nível da afetação de recursos. Tal não foi esquecido no "Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais", que refere a intenção da Comissão em apoiar os investidores a tomar decisões de investimento a longo prazo com conhecimento de causa e a controlar os riscos a eles inerentes.

No mesmo sentido, será essencial promover a emissão de títulos com maturidades mais longas[61], sendo vital uma intervenção no mercado de titularizações. Devido ao facto dos mercados de capitais encontrarem-se mais desenvolvidos nos Estados Unidos da América, como descrito *supra*, houve, neste País, durante a Crise financeira de 2007, uma errada avaliação dos riscos envolvidos na concessão de crédito. No entanto, o caminho na Europa poderá ser diferente se garantirmos uma titularização simples, transparente e muito bem regulada[62].

A titularização de créditos é "uma operação financeira consistente na agregação de créditos com vista à sua posterior alienação pelo originador (i.e. o titular originário dos créditos) ou cedente a uma outra entidade adquirente ou cessionária (normalmente um *Special Purpose Vehicle – SPV*), a qual vai emitir valores mobiliários representativos de dívida, garantidos ("colaterilizados") pelos créditos adquiridos, geralmente colocados junto de investidores institu-

60 Santos, 2014: 474.

61 Herring, 1993: 8.

62 Brul 2015: 12.

cionais (permitindo, assim, o financiamento da aquisição de créditos). A titularização "permite a obtenção de fundos de uma forma particular: a venda de ativos"[63], ou noutros termos, a venda de *cash flows*.

Os grandes benefícios da titularização de créditos são o melhoramento dos rácios de solvabilidade dos bancos europeus e a "possibilidade de entrega de ativos junto do Banco Central Europeu como garantia, para efeitos de política monetária do Eurosistema, de modo a assegurar liquidez para esses bancos". Pode, até, dizer-se que a titularização de créditos constitui um "fator de dinamização e diversificação do mercado de capitais"[64].

A titularização é benéfica, destarte, para o crédito bancário, que continuará a ter uma primordial importância nas economias dos Estados-membros, mantendo-se como principal fonte de financiamento das empresas, contribuindo para libertar a capacidade financeira dos bancos, aumentar a sua capacidade de conceder empréstimos e consolidar uma base de investidores de longo prazo. Isto posto, será necessário enquadrar o sistema bancário na União dos Mercados de Capitais, o que poderá ser feito através de um regime mais harmonizado e apropriado de titularização de créditos.

No contexto europeu, apenas será possível o fomento deste mercado através da padronização dos títulos de créditos para os mercados financeiros, e principalmente, para o mercado das obrigações[65], sendo que este mercado, na Europa, tem menos de metade do tamanho do que nos Estados Unidos da América[66], e para isso será uma condição perentória a presença ativa dos investidores institucionais. Contudo, a padronização poderá conduzir a uma perda de qualidade de informação, tendo a Comissão Europeia que se ter em conta esta dificuldade, precavendo-se com uma efetiva regulação e supervisão.[67]

Vemos, com agrado, que a Comissão Europeu tem dado a devida a relevância a este assunto, incluindo no Livro Verde da Construção de uma União dos Mercados de Capitais o seguinte: "Para os investidores, uma iniciativa à escala da UE teria de garantir normas elevadas, segurança jurídica e comparabilidade entre instrumentos de titularização. Este quadro aumentaria a transparência,

63 Oliveira, 2015: 176.

64 Silva, 2013b: 16.

65 Bender, Pisani & Gros, 2015: 2.

66 Kaya, 2015: 2

67 Gurdgiev, 2015: 9 e 10.

a coerência e a disponibilidade de informações essenciais, especialmente no domínio do crédito às PME, e promoveria o desenvolvimento de mercados secundários para facilitar tanto a emissão de títulos como os investimentos"[68].

## 5. A IMPORTÂNCIA DA CONCORRÊNCIA

Uma das bases do direito comunitário é o direito da concorrência. "A defesa de uma concorrência não falseada no mercado europeu foi considerada, desde cedo, uma necessidade e um dos objetivos fundamentais da Comunidade Europeia. Esta, tal como a generalidade dos países industrializados, acreditava que as economias de mercado assentes no princípio da livre concorrência são essenciais para a promoção não só de liberdades económicas como políticas, e serão ainda o melhor processo de garantir um elevado nível de vida às populações"[69].

A concorrência é uma consequência das liberdades económicas, um verdadeiro motor da Economia do mercado, que, no entanto, é um mecanismo frágil, que dificilmente substituiria entregue a si próprio[70]. Deve-se atender, portanto, a uma política de concorrência para concretizarmos o âmbito do direito da concorrência. Esta política ilustra-se facilmente através da comparação entre propriedades de dois arquétipos extremos de estrutura de mercado: a concorrência perfeita e o monopólio. Isto posto, apesar da irreversibilidade do fim da utopia da concorrência perfeita, a monopolização dos mercados tem, do ponto de vista do conjunto da sociedade, vários potenciais inconvenientes, sendo que por outro lado, do ponto de vista dos vendedores, a monopolização é uma fonte de potenciais benefícios, pelo que é de esperar que eles a tentem promover. Destarte, o papel do direito da concorrência é o de evitar que estes últimos adotem práticas anticoncorrenciais em detrimento do conjunto da sociedade"[71]. Além disto, o objetivo do direito da concorrência tem que passar pela prossecução de finalidades económicas mais concretas como o crescimento, o equilíbrio e o pleno emprego[72].

Reproduzindo o Livro Verde sobre a Construção de uma União de Mercado de Capitais: "A concorrência desempenha um papel primordial para garantir

68 Comissão Europeia, 2015a: 12.

69 Pais, 2011: 61 e 62.

70 Santos, Gonçalves & Marques, 2010: 100.

71 Rodrigues, 2007: 157-167.

72 Santos, Gonçalves & Marques, 2010: 322.

que os consumidores obtenham os melhores produtos e serviços, a preços justos, e que os fluxos de investimento são canalizados para as utilizações mais produtivas. Sempre que possível, há que eliminar os obstáculos à entrada de concorrentes, devendo ser assegurado o acesso à infraestrutura do mercado financeiro. Para apoiar mercados de capitais mais eficazes e eficientes, a Comissão fez uso das suas competências em matéria de concorrência em vários processos nos últimos anos. A Comissão continuará a garantir que o direito da concorrência seja rigorosamente aplicado, a fim de evitar restrições ou distorções de concorrência que afetam a emergência de mercados de capitais integrados e eficientes"[73].

No entanto, existe quem tenha a opinião que a defesa da concorrência e a eliminação dos obstáculos à circulação de capitais em toda a União Europeia é visto como um objetivo extremamente ambicioso, que não devia ser um de entre vários objetivos do Plano de Ação – como a simplificação dos prospetos –, arriscando-se a improceder devido à menor dificuldade de outros objetivos, que poderão concretizar-se no curto-prazo[74]. Não somos da mesma opinião, pelo simples razão de considerarmos indispensável para um mercado de capitais verdadeiramente integrado a eliminação dos obstáculos que impedem a livre concorrência entre as partes[75], e mais relevante ainda que abolir todas as restrições à livre circulação de capitais no espaço europeu comunitário, é assegurar que a concorrência não seja falseada[76]. "O caminho a seguir não pode deixar de ser o caminho de concorrer num mundo globalizado, de acordo com as lições não só da teoria como também da experiência, com a remoção das imperfeições do mercado e a criação das indispensáveis economias externas"[77].

Assim posto, o direito da concorrência terá, indubitavelmente, um papel primordial na construção da União dos Mercados de Capitais, pois muitas das soluções para as figuras que referimos neste ensaio não devem ser o da sua regulamentação específica, mas antes, encontrar a sua tutela no funcionamento dos mercados e através da legislação da concorrência[78].

---

73 Comissão Europeia, 2015a: 24.

74 Com esta opinião, Valiante (2015:1-4)

75 Convergentemente, Virtuoso, Gouveia & Martins, 2015: 8.

76 Gorjão-Henriques, 2010: 638-643.

77 Porto, 2009: 573.

78 Comissão Europeia, 2015a: 6.

Ademais, será essencial para a integração dos mercados de capitais, que estes incluem mais concorrência, maior escolha e a custos mais reduzidos para os investidores, bem como uma distribuição mais eficiente dos riscos e uma melhor partilha dos mesmos[79].

## 6. SISTEMA EUROPEU DE SUPERVISÃO FINANCEIRA

### 6.1. O Comité Europeu de Risco Sistémico e as Autoridades de Supervisão

O Sistema Europeu de Supervisão Financeira foi criado por quatro Regulamentos do Parlamento Europeu e do Conselho, a 4 de Novembro de 2010: O Regulamento (EU) n.º 1092/2010, que criou o Comité Europeu do Risco Sistémico; o Regulamento (UE) n.º 1093/2010, que criou a Autoridade Bancária Europeia; o Regulamento (UE) n.º 1094/2010, que criou a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma; e o Regulamento (EU) n.º 1095/2010, que criou a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.

Esta criação parece ter sido uma resposta em peso da Comissão Europeia à crise financeira. É notório, como bem nota Luís Silva Morais, que "o relaxamento da regulação e da supervisão prudenciais[80], em resposta à diminuição da probabilidade subjetiva de um desastre, pode contribuir para a vulnerabilidade crescente do sistema financeiro"[81].

Criado sobre a base de três princípios essenciais: a descentralização, a cooperação e a segmentação[82], o Sistema Europeu de Supervisão Financeira é constituído, segundo o artigo 1.º, n.º 3, do Regulamento 1092/2010 e artigo 2.º, n.º 2 dos Regulamentos n.ºs 1093/2010, 1094/2010 e 1095/210, pelo Comité

79 Comissão Europeia, 2015a: 10.

80 A supervisão prudencial, abrange as atividades e as relações dos intermediários financeiros com os clientes para garantir a estabilidade e a consistência financeira do intermediário perante os clientes, cf. Pereira, 1997: 56 e ss.. "De origem anglo-saxónica, a expressão tornou-se comum por toda a parte. Traduz-se na fiscalização do cumprimento das obrigações impostas às instituições pelas chamadas normas prudenciais que, dizendo sinteticamente, têm em vista assegurar que uma instituição seja bem gerida, designadamente no que respeita à sua solvabilidade e à sua liquidez", Athayde, 2009: 294. Morais, 2014: 116: "Assim, no seu cerne a regulação e supervisão de instituições financeiras envolve uma dimensão prudencial dirigida ao controlo e verificação permanentes de um conjunto especial de indicadores de equilíbrio financeiro e de aferição de riscos de gestão dessas instituições financeiras e uma dimensão de controlo e escrutínio da conduta de mercado dessas instituições".

81 Guttentag & Herring, 1984: 1378.

82 Morais, 2014:118.

Europeu de Risco Sistémico[83], pelas três Autoridades de Supervisão e seu Comité Conjunto e pelas autoridades nacionais de supervisão dos Estados-membros, "num paradigma de centralização e cooperação vertical a superar a meramente horizontal"[84].

Este modelo de regulação económica autónomo foi inspirado no Sistema norte-americano e recentemente introduzido na União Europeia, "devido a vastos programas de privatização e liberalização de múltiplos setores económicos onde predominavam antes monopólios públicos ou direitos especiais ou exclusivos do Estado"[85].

Como grande novidade temos o Comité Europeu de Risco Sistémico, que é o órgão, responsável pela supervisão macroprudencial, vocacionado para lidar com os diversos setores financeiros e não dispõe de personalidade jurídica. Apesar das suas recomendações e alertas não serem vinculativos, considera-se que este órgão tem "natureza reputacional", isto é, a capacidade de influência e de ação do Comité Europeu de Risco Sistémico reside na sua credibilidade, independência e qualidade técnica, podendo também tornar essas recomendações e alertas públicos[86].

Foram criadas, também, três autoridades europeias de regulação, com estatuto de agências comunitárias[87], responsáveis perante o Parlamento Europeu e o Conselho, e cada uma goza de personalidade jurídica própria, no sentido diametralmente oposto ao Comité Europeu de Risco Sistémico. Na área mobiliária, opera a *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, a par da *European Banking Authority (EBA)*, para a área bancária, e da *European*

83 Encontramos a definição legal de risco sistémico, no artigo 2.º, alínea *c)*, do Regulamento (UE) n.º 1092/2010: "Um risco de perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas graves no mercado interno e na economia real".

84 Silva, 2013: 77.

85 Morais, 2014:103.

86 Terrinha, 2012: 14.

87 Existem muitas críticas às agências comunitárias, nomeadamente à sua falta de legitimidade democrática. Nas palavras de Shapiro (1993: 104): "o facto de estas agências defenderem que o que fazem é na base da legitimação técnica mostra que é negada transparência à população. Se a linguagem usada pelos técnicos, que não pode ser entendida por outros, mas é ao mesmo tempo a grande base da legitimação reclamada, então a mensagem que certamente tem de ser dada à população em geral é a de que: 'alguém me está a dizer que não é suposto eu entender e não posso mesmo entender o que se passa no Governo...". Explicando, eloquentemente e sucintamente, o surgimento de figuras como as entidades reguladoras independentes, Cunha, 2015: 158: "A complexidade da realidade social cresce e com ela também a complexidade e quantidade de regras jurídicas. Surgiu então a necessidade de organizações especializadas em verificar o cumprimento dessas normas complexas".

*Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA),* para os seguros e fundos de pensões.

Neste novo paradigma, é essencial a existência de uma grande coordenação destas autoridades devido ao esbatimento das fronteiras entre subsetores do sistema financeira, *maxime*, o surgimento dos conglomerados financeiros. E, tendo em conta a construção da União dos Mercados de Capitais, será vital uma convergência destas Autoridades perante este ambicioso objetivo, contribuindo para melhor o funcionamento do mercado único de capitais.

"As Autoridades Europeias de Supervisão têm um papel importante a desempenhar na promoção contínua de uma maior convergência neste domínio, dando maior relevo à avaliação pelos pares e ao recurso a este sistema, assim como ao acompanhamento adequado. Além disso, o uso de mecanismos de resolução de litígios, sempre que necessário, e de poderes de investigação relativamente às alegadas violações do direito da UE, poderia facilitar a aplicação e implementação coerente do direito da UE em todo o mercado único"[88].

A importância da Supervisão será, no entanto, não regulamentar excessivamente, impondo custos desnecessários na intermediação e acesso aos mercados[89], no sentido de coordenar-se com as outras prioridades do processo de construção da União dos Mercados de Capitais, controlando, ao mesmo tempo, certos riscos como o *shadow banking*, o aumento substancial das interligações financeiras, a assimetria regulatória e a excessiva pró-ciclicidade dos mercados de capitais[90].

Exige-se, deste modo, uma enorme coordenação destas Autoridades, porque enquanto a supervisão financeira se encontrar fragmentada, será impossível uma integração europeia dos mercados de capitais e uma transformação destes numa verdadeira alternativa ao financiamento bancário[91].

### 6.2. O papel particular da *ESMA*

Com um papel preponderante na União dos Mercados de Capitais, temos a *ESMA*, devido às suas especificidades de Regulador do Mercado e dos Valores Mobiliários. A dificuldade da tarefa deste órgão deve-se, em grande medida, ao facto de, que tanto empiricamente como de acordo com a ciência económica,

88 Comissão Europeia, 2015: 24.

89 Paniant, 2015: 3 e 4.

90 Virtuoso, Gouveia & Martins, 2015:11.

91 Buttigieg, 2015: 35 e 36.

os mercados financeiros serem intrinsecamente instáveis, "requerendo assim que garantam, de fora, estilizadores adequados, tendo a regulação financeira benefícios, tais como a estabilidade do sistema financeiro, a solidez das instituições, a proteção dos consumidores e, sobretudo, garantir o equilíbrio do sistema transmitindo confiança a todas as partes[92].

A *ESMA*, no entanto, não deverá ter um papel tão exclusivo como a Autoridade Bancária Europeia na União Bancária[93], devido à grande necessidade de cooperação entre as três Autoridades de Supervisão para controlar os desenvolvimentos da União dos Mercados de Capitais, como descrito *supra*. Exige-se, outrossim, que a *ESMA* coordene-se constantemente com as autoridades nacionais dos Estados-membros, de forma a assegurar que as sanções não sejam evitadas pelos agentes do mercado pela simples alteração da sua atividade para outra jurisdição, a chamada *forum shopping*[94], e de forma a preservar a inovação tecnológica, a celeridade das operações e a competência do setor, apenas limitando a autonomia privada na estrita medida da segurança jurídica dos agentes e das transações financeiras[95].

Perante este difíceis tarefas, a *ESMA* "é dotada de poderes ligados ao processo regulatório – podendo emitir pareceres e desenvolver orientações, recomendações e projetos de normas técnicas de regulamentação (*technical standards*) e de execução. Em caso de violação de Direito comunitário por alguma das autoridades competentes dos Estados-membros, a *ESMA* tem poderes de investigação, de formulação de recomendações para sanação do ilícito e de envio de informação do ocorrido à Comissão"[96].

A integração dos mercados e a remoção das barreiras nacionais podem provocar imensos riscos, implicando a existência de uma Autoridade de Supervisão Única dessa União, que promova o controlo e a partilha de riscos[97]. Neste sentido, vemos como impreterível o reforço dos poderes da ESMA, para esta ganhar uma importância comparável à SEC (Securities and Exchange Commission) nos Estados Unidos da América.

---

92 Patrício, 2004: 42-44.

93 Lanoo, 2015: 6.

94 Véron & Wolff, 2015: 11 e 12.

95 Zunzunegui, 2012: 35.

96 Câmara, 2011: 8.

97 Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi & Schulz, 2015: 12.

É indeclinável concordar com Barreto Menezes Cordeiro, quando refere que: "A crescente integração mobiliária comunitária vai levar, inevitavelmente, a uma ampliação e extensão dos poderes da *ESMA*. Sem uma autoridade de supervisão centralizadora o tão desejado mercado financeiro único não passará de uma miragem"[98].

## 7. CONCLUSÃO

Analisamos, neste estudo, um dos mais recentes projetos de integração europeus, a União dos Mercados de Capitais, começando por realizar uma breve análise histórica, fazendo um contraponto com os mercados de capitais americanos, por estes serem os mais desenvolvidos do Mundo. Deparamo-nos com a existência de dois grandes modelos, o anglo-saxónico e o europeu continental, inferindo que o processo de construção da União dos Mercados de Capitais passará, inevitavelmente por uma aproximação dos mercados financeiros europeus ao modelo anglo-saxónico.

Observamos, posteriormente, que motivos, na atualidade, levaram à decisão de avançar com este ambicioso projeto, e, seguidamente, analisamos as medidas que consideramos mais relevantes para uma adoção efetiva da União dos Mercados de Capitais.

Começamos pelo acesso ao financiamento por parte das PME, averiguando a simplificação dos prospetos, a normalização da informação financeira, o fomento dos meios de financiamento alternativo como o capital de riscos, os *Business Angels* e o *Crowdfunding*. É inevitável que os mercados de capitais europeus tenham como grande prioridade apostar no dinamismo das PME, que compõem a maior parte do tecido empresarial, cabendo à Comissão Europeia balancear a simplificação do acesso das PME aos mercados de capitais e uma maior tutela requisitada pelos investidores.

Ulteriormente, perscrutamos a necessidade de incentivar os investimentos a longo-prazo na Europa, a fim de alcançar uma economia mais sustentável e ética, com um grande suporte dos investidores institucionais. Nessa medida, observamos a importância da padronização e harmonização da titularização de créditos para cativar investidores institucionais na garantia de uma maior solvabilidade do sistema bancário.

No capítulo posterior, analisamos a importância da concorrência no quadro de um mercado único de capitais, proporcionando importantes benefícios,

98 Cordeiro, 2015: 121.

tais como, custos mais reduzidos para os investidores, uma distribuição mais eficiente dos riscos e uma melhor partilha dos mesmos.

Por último, investigamos a criação do Comité Europeu de Risco Sistémico e das Autoridades de Supervisão, acabando por considerar o papel primordial que a Supervisão financeira tem na integração e harmonização dos mercados de capitais, exigindo-se uma enorme coordenação das Autoridades de Supervisão, encabeçadas pela *ESMA*, que, a nosso ver, terá que ver o seu poder reforçado, de forma a prevenir os enormes riscos que poderão surgir na árdua e longa tarefa de construir uma União dos Mercados de Capitais.

Numa economia globalizada, onde existe uma grande interdependência económica da maioria dos Estados-membros da União Europeia, é perentória a coordenação das Autoridades de Supervisão, e entre estas e as autoridades dos Estados-membros, de forma a garantir aos europeus uma economia mais sustentável, mais eticamente responsável e que permita o acesso ao financiamento a todo tecido empresarial europeu.

Consideramos, deste modo, essencial que todos os europeus conheçam e façam parte do projeto de construção da União dos Mercados de Capitais, exigindo-se à Comissão Europeia que adote um processo democrático neste âmbito, assegurando o conhecimento de toda a população dos grandes benefícios da harmonização dos mercados de capitais: a canalização das poupanças para mais e melhores investimentos e uma maior estabilidade de toda a economia.

**BIBLIOGRAFIA**

Athayde, Augusto de

2009 *Curso de Direito Bancário*, Vol. I, 2.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora.

Baeck, Peter, Collins, Liam & Zhang, Brian

2014 *Understandting Alternative Finance – The UK Alternative Finance Industry Report 2014*, p. 53, disponível em: http://www.nesta.org.uk/.

Belluzo, Luiz

1995 "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados" in *Revista de Economia da UNICAMP*, São Paulo: UNICAMP, pp. 11-20.

Bender, Anton, Pisani, Florence & Gros, Daniel

2015 *Building a Capital Markeys Union…or designing a financial system for the euro área?*, disponível em: aei.pitt.edu/64585/.

Brul, Volker

2015 *Comments on the EU Commission's capital markets union Project,* disponível em: www.econstor.eu.

Buttigieg, Christopher

2015 *Governance of securities regulation and supervision: Quo vadis Europa?*, disponível em: ssrn.com.

Caldeira, Rui

2014 *O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo*, disponível em: http://comum.rcaap.pt/handle/123456789/7307.

Câmara, Paulo

2007 "O governo das sociedades e os deveres fiduciários dos administradores", in Maria de Fátima Ribeiro (coord.), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação financeira* Coimbra: Almedina.

2011 *O sistema europeu de supervisão financeira*, disponível em: www.institutovalores mobiliarios.pt.

Campos, Manuel Fontaine

2012 "Livre Circulação de Capitais – Acórdão do Tribunal de Justiça de 8 de Julho de 2012 – Processo C-171/08 Comissão Europeia c. República Portuguesa" in Sofia Oliveira Pais (coord), *Princípios Fundamentais de Direito da União Europeia*, Uma Abordagem Jurisprudencial, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, pp. 377-397.

Casson, Mark & Lee, John

2011 "The Origin and Development of Markets: A Business History Perspective" in *Business History Review*, Vol. 85, Issue 1, Cambridge: Cambridge Journals Online, pp. 9-37.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
2014 Relatório anual da Atividade de Capital de Risco, de 31.12.2014.
Comissão Europeia
2015a Livro verde: Construção de uma União de Mercado de Capitais, COM(2015) 63 final, de 18.2.2015.
2015b 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, COM(2015) 468 final, de 30.9.2015.
2015c 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 2016 – Não é o momento de continuarmos como dantes, COM(2015) 610 final, de 27.10.2015.
Cordeiro, Barreto Menezes
2014 "Organização e supervisão dos mercados financeiros" in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, n.ºs 3/4, Coimbra: Almedina, pp. 565--588.
2015 *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra: Almedina.
Cunha, Ary Ferreira da
2015 *Combate à Corrupção – Da Teoria à Prática*, Lisboa: Quid Juris.
Décarre, Maxence & Wetterhag, Emilie
2014 *Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding*, disponível em: papers.ssrn.com/.
Demary, Markus, Diemeier, Mathias & Haas, Heidi
2015 *A capital markets union for Europe: The relevance of banks and markets*, disponível em: www.iwkoeln.de.
Domingues, Paulo de Tarso
2009 "O capital social (ou a falta dele) nos Estados Unidos da América" in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Ano VI, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 471-510.
Fernandes, Ricardo Sá
1997 "O direito dos mercados em geral e o mercado de valores mobiliários em especial", in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Lex, pp. 189-199.
Gorjão-Henriques, Miguel
2014 *Direito da União – História, Direito, Cidadania, Mercado Interno e Concorrência*, 7.ª ed., Coimbra: Almedina.

Gouveia, Ana & Martins, Ana
2015 "O Plano de investimento para a Europa: Oportunidade e limitações", in *Boletim Mensal de Economia Portuguesa*, n.º3, disponível em: www.gee.min-economia.pt.

Gurdgiev, Constantin
2015 *Summary of comments on the European Comission Green Paper "Building a Capital Markets Union (COM(2015)63, 18.2.2015)*, disponível em: ssrn.com.

Guttentag, Jack & Herring, Richard
1984 "Credit Rationing and Financial disorder, em *The Journal of Finance* Vol. XXXIX, n.º 5, dezembro, pp. 1359-1382.

Handerson, Niki, Brooke, Martin & Kurtosiova, Miriam
2015 *A European Capital Markets Union: implications for growth and stability*, disponível em: www.bankofengland.co.uk.

Herring, Richard
1993 *Innovations to Enhance Liquidity: Implications for Systemic Risk*, Working Paper, n.º 93-10, Filadélfia: The Wharton School, University of Pennsylvania.

Juncker, Jean-Claude
2014 Report of the Candidate for President of the European Commission, *A new start for Europe: My agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, European Parliament plenary session, Strasbourg, disponível em: http://www.eesc.europa.eu.

Juncker, Jean-Claude, TUSK, Donald, Dijsselbloem, Jeroen, Draghi, Mario & Schulz, Martin
2015 Relatório dos 5 Presidentes: Concluir a União Económica e Monetária Europeia, de 22.6.2015.

Kaya, Orçun
2015 *Capital Markets Union – Na ambitious goal but a few quick wins*, disponível em: www.dbresearch.com.

Lanoo, Karel
2015 *Which Union for Europe Capital's Market?,* disponível em: www.ceps.eu.

Leite, Pedro
2012 *Crowdfunding: critical factors to finance a project sucessfully*, disponível em: http://repositorio-aberto.up.pt/.

Lucas, Filipa
2014 *Organizações sem fim lucrativo: o caso da Fundação Serralves. O afirmar de novas formas de financiamento*, Porto: Dissertação da UCP – Faculdade de Economia e Gestão.

Mandaloniz, Maria García
2003 *La Financiacion de las PYMES*, Navarra: Aranzadi.
Mollick, Ethan
2013 *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, disponível em: http://papers.ssrn.com.
Morais, Luís Silva
2014 "Lei-quadro das Entidades Reguladoras", in *Revista de Concorrência e Regulação*, Ano V, n.º 17, jan./mar., pp. 99-137.
Obstfeld, Maurice & Taylor, Alan
2003 *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: University of Chicago Press.
Oliveira, Ana Perestrelo
2015 *Manual de Corporate Finance*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina.
Pais, Sofia Oliveira
2011 *Entre inovação e concorrência, Em defesa de um modelo europeu*, Lisboa: Universidade Católica Editora.
Palma, Margarida & Oliveira, Arnaldo
1998 *O Passaporte Europeu para as empresas de investimento – Um passo decisivo rumo à integração dos mercados de capitais europeus*, Valadares: Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.
Paolantonio, Martin
2014 *Introducción a la financiación colectiva. (Crowdfunding) en el mercado de capitales*, disponível em: http://works.bepress.com/.
Paniant, Iulian
2015 "Towards a Capital Market Union" in *Hyperion Economic Journal*, Vol. III, Issue 2, pp. 38-44, disponível em: ideas.repec.org/s/hyp/journl.html.
Patrício, José Simões
2004 *Direito Bancário Privado*, Lisboa: Quid Juris.
Pereira, José Nunes
1997 "Regulação e Supervisão dos Mercados de Valores Mobiliários e das Empresas de Investimento: Alguns Problemas Actuais", in *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. XL, disponível em: digitalis-dsp.uc.pt/.
Porto, Manuel Lopes
2009 *Teoria de Integração e Políticas Comunitárias, Face aos Desafios da Globalização*, 4.ª ed., Coimbra: Almedina.
Quelhas, José
2012 *Sobre crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*, Coimbra: Almedina.

Ringe, Wolf-George
2015 *Capital Markets Union for Europe – A political message to the UK*, disponível em: papers.ssrn.com.
Rodrigues, Vasco
2007 *Análise Económica do Direito – uma introdução*, Coimbra: Almedina.
Rosa, Frederico
2013 *Barreiro – Model for the implementation of a local investment agency*, disponível em: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/51671/.
Samuelson, Paul & Nordhaus, William
2005 *Economia*, 18.ª ed., Tradução de Elsa Fontainha e José Pires Gomes, Madrid: Mcgraw-hill Interamericana de España.
Santos, António Carlos dos, Gonçalves, Maria Eduarda & Marques, Maria Leitão
2010 *Direito Económico*, 5.ª ed., Coimbra: Almedina.
Santos, João Vieira dos
2014 "Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas" in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, n.º 2, Coimbra: Almedina, pp. 445-480.
2015 "Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades" in *Revista Electrónica de Direito*, n.º 2, disponível em: www.cije.up.pt/revistared.
Schammo, Pierre
2015 *Capital Markets Union and small and medium-sized enterprises (SME's): A preliminary assesment*, disponível em: ssrn.com.
Shapiro, Martin
1993 "Agencies in the European Union: An American Perspective", in *The New European Agencies – Conference Report, EU Working Papers*, Instituto Universitário Europeu, San Domenico.
Shoenmaker, Dirk
2015 *From Banking Union to Capital Markets Union*, disponível em: http://www.ilf-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/Article_Schoenmaker.pdf.
Shiller, Robert
2015 *A Ética das Finanças*, tradução de Pedro Carvalho e Guerra & Rita Carvalho e Guerra, Lisboa: Bertrand Editora.
Silva, Eduardo Sá
2013 *Dicionário de Gestão*, Porto: Vida Económica.
Silva, João Calvão da
2013a *Banca, Bolsa e Seguros – Direito Europeu e Português*, 4.ª ed., Revista e Aumentada, Tomo I – Parte Geral, Coimbra: Almedina.

2013b *Titularização de créditos – Securatization – No coração da crise financeira global*, 3.ª ed. revista e aumentada, Coimbra: Almedina.

2014 *Fundos de Investimento e Fundos de Garantia – Sumários (Ano letivo 2014/2015)*, apontamentos policopiados.

Silva, Miguel Moura e

2008 *Direito da Concorrência – Uma introdução jurisprudencial*, Coimbra: Almedina.

Stefanova, Julia & Stoev, Tsvetoslav

2015 "Institutional and Market Drivers towards a European Market Union" in *Journal of Global Economics*, Vol. 7, n.º 1, disponível em www.iem.ro.

Terrinha, Luís

2012 *Necessidade, efetividade e legalidade da (Nova) Arquitetura Europeia de Supervisão Financeira*, disponível em: recipp.ipp.pt.

Valiante, Diego

2015 *Light and shadows in Europe's new Action Plan for Capital Markets Union*, disponível em: http://aei.pitt.edu/67884/.

Vasconcelos, Pedro Pais

2012 "O acionista de capital de risco – dever de gestão", in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, pp. 157-170.

Véron, Nicolas & Wolff, Guntram

2015 *Capital Markets Union: A vision for the long term*, disponível em: bruegel.org.

Virtuoso, Tomás, Gouveia, Ana & Martins, Ana

2015 "A União dos Mercados de Capitais: Análise Crítica", in *Boletim Mensal de Economia Portuguesa* n.º 8, disponível em: gee.min-economia.pt.

Zunzunegui, Fernando

2012 *Derecho Bancário e Bursátil*, 2.ª ed., Madrid: Constitución y Leyes.