

# Financiamento das Sociedades não Financeiras

(Des)capitalização da estrutura  
produtiva e sistema financeiro

Miguel Teixeira Coelho



FUNDAÇÃO  
CALOUSTE GULBENKIAN

## ÍNDICE

<b>I. Introdução</b>	<b>4</b>
<b>II. Sistema Empresarial Português</b>	<b>5</b>
II.1 Breve Caracterização das Sociedades não Financeiras	5
II.2 Estrutura Financeira	5
II.3 Fontes e Custo de Financiamento	7
II.4 Comparação Internacional	9
<b>III. O Financiamento das Sociedades Não Financeiras</b>	<b>12</b>
III.1 Enquadramento	12
III.2 Financiamento Bancário	15
III.3 O Financiamento Através de Valores Mobiliários	17
III.4 Fontes Alternativas de Financiamentos	21
<b>IV. Crise Pandémica e Financiamento das Empresas</b>	<b>23</b>
<b>V. Constrangimentos ao Financiamento das Empresa</b>	<b>27</b>
V.1 Governança e Estrutura de Financiamento	27
V.2 Propriedade e Estrutura de Financiamento	28
V.3 Fragmentação da Informação Económico-Financeira	29
V.4 Reduzida Liquidez do Mercado de Capitais Nacional	29
V.5 Ausência de veículos de investimento de longo prazo	31
V.6 Reduzida exposição das companhias de seguro a dívida empresarial e a títulos de capital	33
V.7 Iliteracia Financeira dos Investidores Particulares	34
V.8 Baixo Nível de Poupanças das famílias Portuguesas	34
V.9 Reduzida Importância do Capital de Risco	35
V.10 Reduzida Expressão das Plataformas Alternativas de Financiamento	36
<b>VI. Algumas das iniciativas para melhorar os mecanismos de financiamento</b>	<b>38</b>
VI.1 Iniciativas da Comissão Europeia	38
VI.2 Outras Iniciativas	40
<b>Conclusões</b>	<b>41</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>43</b>
<b>Anexos</b>	<b>45</b>

## I. INTRODUÇÃO

Portugal enfrenta atualmente um conjunto de desafios que se colocam ao seu desenvolvimento.

A recente crise de saúde pública, rapidamente transformada numa crise económica de dimensões globais, reforça a necessidade de se dar resposta a esse conjunto de desafios.

Neste contexto, destaca-se o enorme desafio que se coloca à economia portuguesa no que respeita à desalavancagem (Estado, Empresas e Particulares).

No que respeita ao setor empresarial, o desafio da desalavancagem está intimamente relacionado com a capacidade das empresas conciliarem o desenvolvimento da atividade com a sustentabilidade do mesmo.

Com efeito, a crise iniciada em 2007 demonstrou que o excesso de alavancagem dos países, das empresas e das famílias, é fator potenciador de um crescimento rápido, mas também a antecâmara de aterragens forçadas.

Em face disto, desde o pedido de resgate internacional ocorrido em 2011, e subsequente intervenção da Troika, constata-se que o setor privado tem feito um esforço de redução da respetiva dívida.

Com efeito, se em final de 2012 o endividamento das empresas se situava em valores próximos dos 287,6 mil M€ (170,1% do PIB), em final de 2019 esse valor desceu cerca de 26 mil M€ para valores próximos dos 261,7 mil M€, ou seja, 123,3% do PIB (em contraciclo, a dívida do setor público não financeiro subiu, no mesmo período, de 265,7 mil M€ para 317,6 mil M€).

A melhoria observada no endividamento das empresas traduziu-se positivamente no rácio de autonomia financeira das sociedades não financeiras, o qual, em termos médios para o conjunto de todas as empresas, subiu de 28,7% em 2012 para cerca de 36,5% em 2019 (ainda que o comportamento seja diverso entre os diferentes setores de atividade).

Contudo, apesar deste significativo esforço de redução da dívida, com impacto visível na autonomia financeira das empresas, o certo é que o peso das sociedades com capital próprio negativo a operarem no total das empresas permanece muito elevado.

De facto, apesar da percentagem de empresas com capital próprio negativo no total das empresas ter caído de 28,5% em 2014 para 25,5% em 2019, o certo é que permanece acima dos valores observados antes da crise financeira do subprime (22,2% em 2006).

Em face disto, podemos concluir que um dos elementos centrais para o funcionamento saudável do tecido empresarial numa economia de mercado (i.e., capitalização das empresas), continua muito aquém daquilo que seria desejável.

Com efeito, sem empresas capitalizadas não há capacidade para assumir riscos e, conseqüentemente, para absorver eventuais perdas. De igual forma, sem capitalizar as empresas não é possível um financiamento bancário sustentado e equilibrado (ao capital o que é do capital e ao crédito o que é do crédito).

## II. SISTEMA EMPRESARIAL PORTUGUÊS

De acordo com o INE (dados provisórios em 30 de outubro de 2020), existiam em Portugal em 2019 mais de 1,3 milhões de empresas, sendo que cerca de 66,8% eram empresas individuais e 33,2% sociedades. O pessoal ao serviço ultrapassou os 4,2 milhões (+3,8% do que em 2018) e o volume de negócios terá ultrapassado os 412,7 mil M€ (+4% do que em 2018). As empresas não financeiras representam cerca de 93,5% do volume de negócios e 90% do VAB do setor empresarial português.

Mais de 50% das empresas não financeiras tinham menos de 10 anos, sendo que a dimensão média das empresas parece estar positivamente com a idade das mesmas, atingindo, o valor máximo no grupo etário 45 a 49 anos de atividade.

### II.1 Breve Caracterização das Sociedades não Financeiras

O número de empresas não financeiras atingiu em 2019 os 1.314.088, sendo que 436.697 assumiam a forma jurídica de sociedade (33,2%) – Anexo 1.

Ao nível do emprego, as sociedades representam 77,0% do total do pessoal ao serviço nas empresas não financeiras (3.247.365 trabalhadores num total de 4.214.548), enquanto os gastos com pessoal nas sociedades correspondiam a 97,8% do total (60.505 M€ num total de 61.848 M€).

No que respeita ao nível de atividade, as grandes empresas (1.285 empresas, ou seja 0,098% do total) representavam 40,7% do volume de negócios, 35,2% do valor acrescentado bruto (VAB) e 36,4% do excedente bruto de exploração (EBE).

Por setor de atividade, destaca-se a importância do Comércio (16,8% das empresas e 36,6% do volume de negócios) e a Indústria e Energia (5,7% das empresas e 30,0% do volume de negócios) que, em conjunto, empregavam 1.616.860 trabalhadores (38,4% do total do pessoal ao serviço).

No que respeita ao sub-universo das sociedades não financeiras – Anexo 2 -, importa referir que o Comércio representava 22,9% das sociedades e 36,8% do volume de negócios enquanto a Indústria e Energia representava 9,9% das sociedades e 31,1% do volume de negócios.

Dado o peso do Comércio nas sociedades não financeiras, constata-se que apenas 6,1% das sociedades (26.747) tinham um perfil exportador (destas, 544 são grandes empresas), sendo que o peso deste segmento exportador no total do volume de negócios das sociedades financeiras era de 34,2% - Anexo 3.

### II.2 Estrutura Financeira

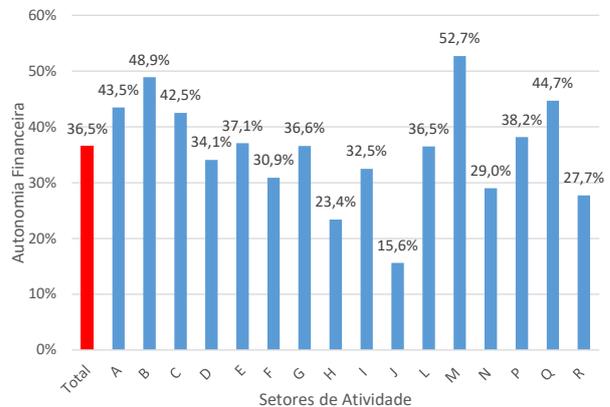
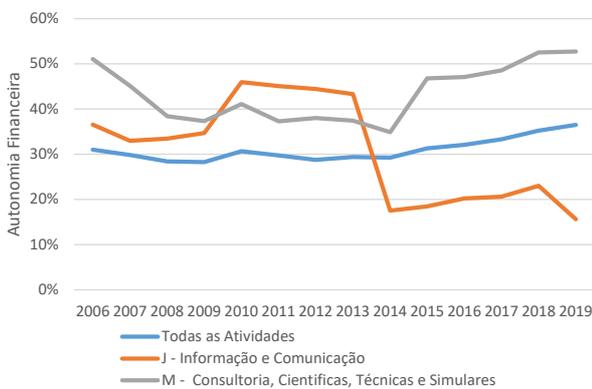
Tendo por base os dados do Banco de Portugal (2020)<sup>1</sup>, a situação financeira do tecido empresarial português melhorou no período compreendido entre 2012 e 2019.

Com efeito, a autonomia financeira (capital próprio/ativo) média do total dos setores de atividades subiu de 28,7% em 2012 para 36,5% em 2019 - Figura 1.

<sup>1</sup> Os dados do Banco de Portugal de 2019 consideram um universo de 468.595 sociedades (volume de vendas médio de 837,8 mil €/ano em 2019). O universo do INE corresponde a 436.697 sociedades não financeiras.

**Figura 1**

**Autonomia Financeira**



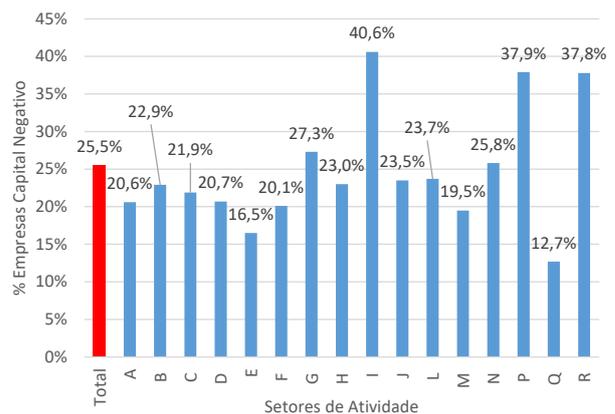
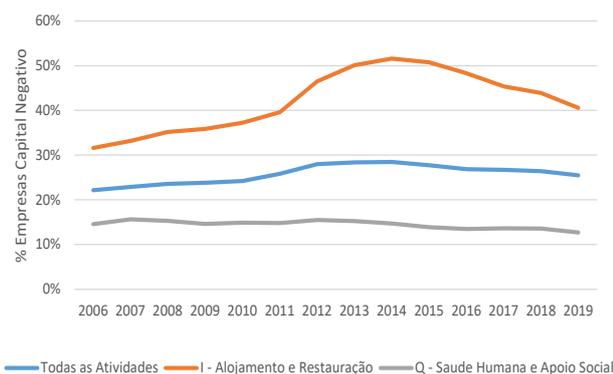
Fonte: Banco de Portugal.  
a) Gráfico da direita com dados de 2019; b) Detalhe das secções em nota de rodapé<sup>2</sup>.

Saliente-se que, de acordo com o BdP (2020), “o aumento do rácio de autonomia financeira das empresas portuguesas beneficiou de um aumento significativo da taxa de retenção de resultados”, o qual “permanecia, no final de 2019, acima da média histórica”.<sup>3</sup>

De igual forma, a percentagem de empresas com capital próprio negativo caiu de 28,5% em 2014 para 25,5% em 2019, valores, ainda assim, particularmente elevados e acima do observado antes da crise do subprime - Figura 2.

**Figura 2**

**Empresas com capital Próprio Negativo (%)**



Fonte: Banco de Portugal.  
a) Gráfico da direita com dados de 2019.

<sup>2</sup> A – Agricultura, Pesca, etc.; B – Indústria Extrativas; C – Indústria Transformadora; D – Eletricidade, gás, etc.; E – Captação, tratamento e distribuição de água, etc.; F- Construção; G – Comércio por grosso e a retalho; H – Transporte e armazenagem; I – Alojamento, restauração e similares; J – Atividades de informação e de comunicação; L – Atividades imobiliárias; M – Atividades de consultoria, etc.; N – Atividades administrativas, etc.; P – Educação; Q – Atividades de saúde humana e apoios social; R – Atividades artísticas, etc.

<sup>3</sup> A taxa de retenção média de resultados, desde 1995, situou-se em 51,5%.

A rentabilidade dos capitais próprios (ROE) registou uma melhoria significativa no período compreendido entre 2015 e 2019 (média de 7,46% ao ano), quando comparado com o observado entre 2011 e 2014 (média de 0,35% ao ano) - Figura 3.

**Figura 3**

**Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE)**



Fonte: Banco de Portugal.  
a) Gráfico da direita com dados de 2019.

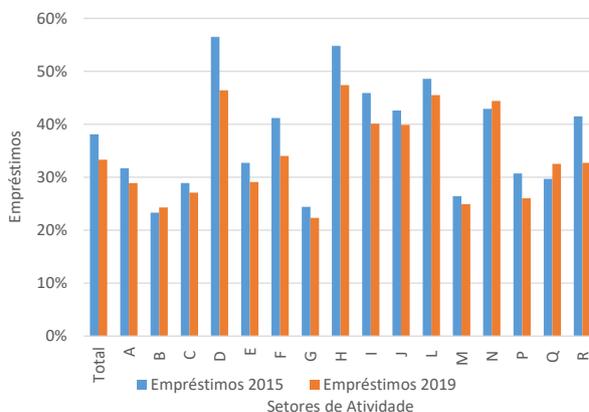
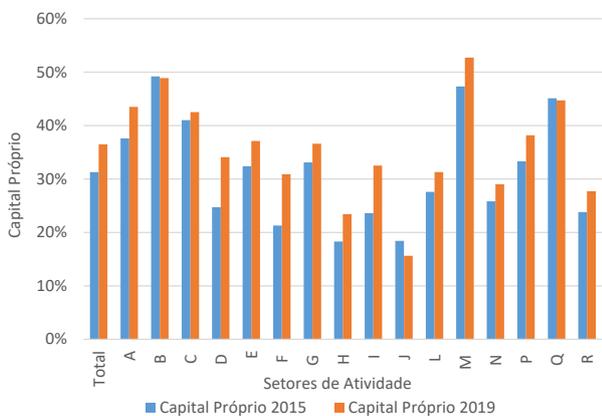
**II.3 Fontes e Custo de Financiamento**

Entre 2015 e 2019 registou-se um aumento do financiamento das empresas por via dos capitais próprios em detrimento do financiamento por via de empréstimos.

Assim, se em 2015 o capital próprio representava 31,3% do financiamento, em 2019 esse valor era de 36,5%. Ao invés, em igual período, o peso dos empréstimos caiu de 38,1% para 33,3% - Figura 4.

**Figura 4**

**Fontes de Financiamento**



Fonte: Banco de Portugal.  
a) Gráfico da esquerda (direita) financiamento via capital próprio (empréstimos).

De igual forma, registou-se uma alteração na composição dos empréstimos, traduzido numa redução do peso dos empréstimos bancários (44,1% em 2015 para 40,8% em 2019), e um aumento ligeiro dos empréstimos do grupo, que passaram a ser a fonte principal (42,1% em 2015 para 42,8% em 2019). Destaca-se ainda a ligeira subida da importância da dívida titulada, de 7,5% em 2015 para os 10,2% em 2019 - Tabela 1.

**Tabela 1**

**Composição dos Financiamentos Obtidos por Via de Empréstimos**

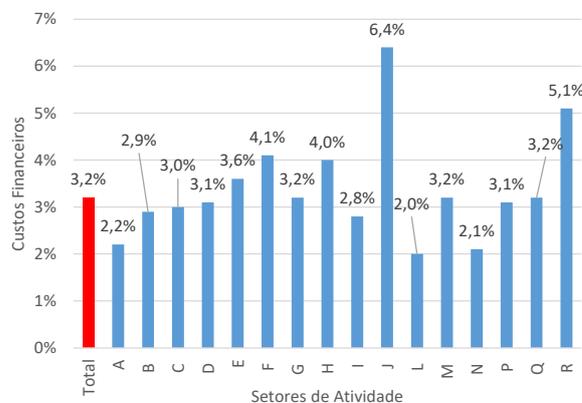
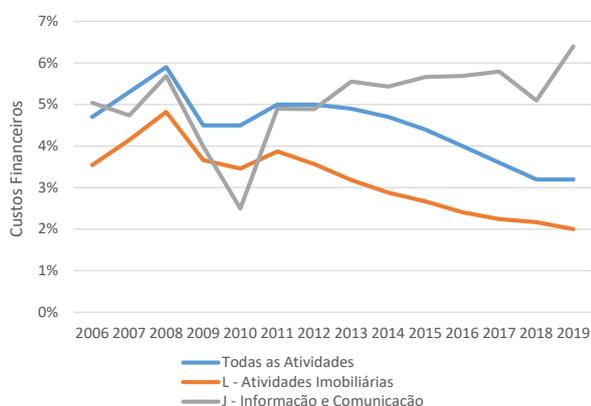
	Empréstimos Bancários		Empréstimos Grupo		Títulos de Dívida		Outros Empréstimos	
	2015	2019	2015	2019	2015	2019	2015	2019
Todas as Atividades	44,1%	40,8%	42,1%	42,8%	7,5%	10,2%	6,3%	6,3%
A- Agricultura	60,0%	59,2%	25,3%	29,6%	1,6%	1,7%	13,1%	9,5%
B - Indústria Extrativa	46,1%	38,3%	34,5%	42,9%	6,5%	11,2%	12,9%	7,7%
C – Indústria	53,9%	51,8%	23,9%	29,1%	13,0%	10,4%	9,2%	8,6%
D – Eletricidade	13,0%	8,5%	74,2%	70,8%	12,6%	20,5%	0,3%	0,2%
E- Captação Tratamento Água	73,6%	57,2%	23,8%	38,9%	0,4%	2,9%	2,2%	1,1%
F – Construção	55,5%	52,6%	29,9%	34,3%	5,1%	3,7%	9,5%	9,4%
G - Comércio Grosso	56,9%	56,1%	29,8%	29,5%	3,7%	6,3%	9,6%	8,2%
H - Transportes e Armazenagem	66,0%	60,3%	18,2%	18,3%	14,3%	20,2%	1,5%	1,2%
I - Alojamento e Restauração	51,7%	49,0%	35,5%	38,1%	0,7%	1,8%	12,1%	11,1%
J - Informação e Comunicação	10,9%	21,2%	81,5%	66,1%	5,6%	11,2%	2,0%	1,5%
L - Atividades Imobiliárias	44,2%	35,6%	45,0%	51,2%	1,8%	2,9%	8,9%	10,4%
M - Atividades Consultoria	27,8%	22,3%	62,7%	52,7%	3,6%	20,3%	5,9%	4,7%
N - Atividades Administrativas	36,9%	28,0%	51,9%	55,6%	7,4%	13,5%	3,9%	2,8%
P – Educação	79,7%	64,8%	8,9%	16,1%	0,0%	0,0%	11,3%	19,1%
Q - Saúde Humana & Apoio Social	54,5%	54,1%	33,8%	40,4%	4,7%	0,6%	7,0%	4,8%
R - Atividades Artísticas	61,0%	56,3%	15,4%	18,4%	15,5%	17,8%	8,0%	7,4%

Fonte: Banco de Portugal.

Resultado da queda acentuada nas taxas de referência de mercado, bem como dos spreads de crédito, o custo financeiro médio das empresas portuguesas caiu de 5% em 2012 para 3,2%, em 2019 - Figura 5.

**Figura 5**

**Custos Financeiros**



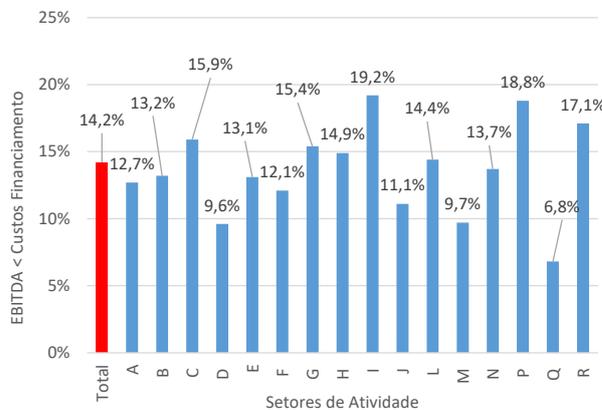
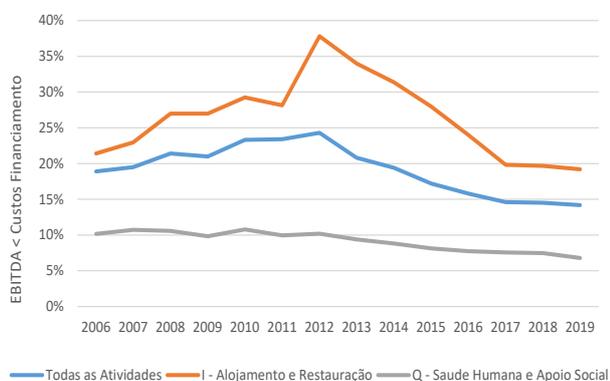
Fonte: Banco de Portugal.

a) Gráfico da direita com dados de 2019.

Em resultado da queda dos custos financeiros e da melhoria do EBITDA, a percentagem de empresas cujo EBITDA não cobre custos financeiros caiu de 24,3% em 2012 para 14,5% em 2019 - Figura 6.

**Figura 6**

**Relação entre Custos Financeiros e EBITDA**



Fonte: Banco de Portugal.  
a) Gráfico da direita com dados de 2019.

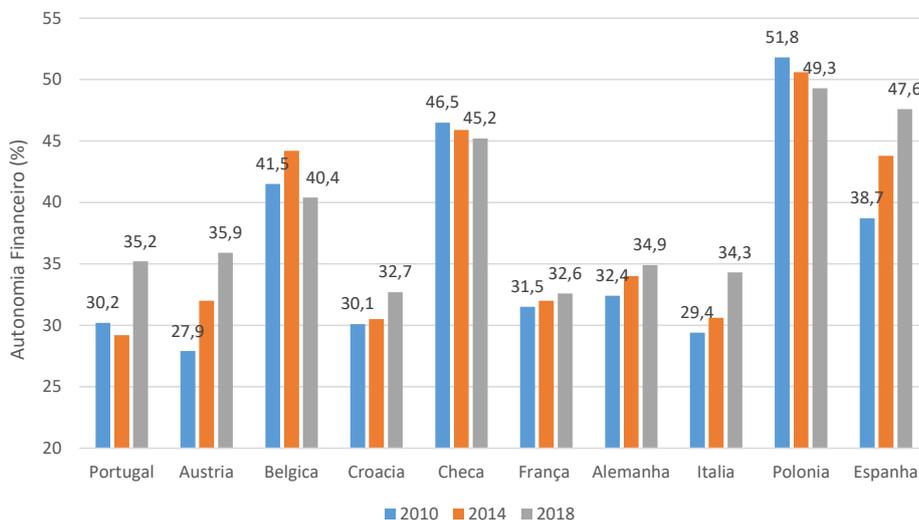
## II.4 Comparação Internacional

A comparação internacional da situação financeira do tecido empresarial, permite-nos retirar algumas indicações sobre a solidez financeira das empresas, seus custos financeiros e, em certa medida, a capacidade do sistema bancário nacional avaliar adequadamente a rentabilidade ajustada de risco das operações de crédito.

Conforme se constata, a autonomia financeira das empresas portuguesas evoluiu favoravelmente ao longo dos últimos anos, estando em linha com o observado em França, Alemanha e Itália, mas muito abaixo do observado em países como a Polónia e Espanha - Figura 7.

**Figura 7**

**Autonomia Financeira (Comparação Internacional)**



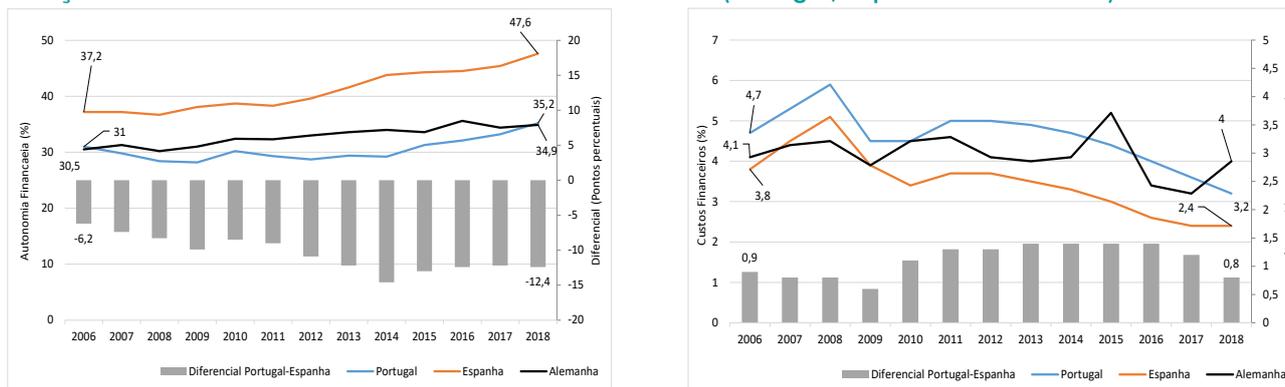
Fonte: Banco de Portugal.

Contudo, quando se comparam os custos de financiamento suportados pelas empresas portuguesas (3,2% em 2018) constata-se que os mesmos ficam bastante abaixo do observado na Alemanha (4% em 2018), apesar da autonomia financeira média registada nos dois países ser idêntica (35,2% em Portugal e 34,9% na Alemanha).

De igual forma, apesar do diferencial entre a autonomia financeira das empresas espanholas e portuguesas ter aumentado em favor do primeiro (de +6,2 p.p. em 2006 para 12,4 p.p. em 2018), o certo é que o custo de financiamento caiu de forma mais acentuada em Portugal do que em Espanha (diferencial passou de +0,9 p.p. em 2006, desfavorável a Portugal, para +0,8 p.p. em 2018) - Figura 8.

**Figura 8**

**Relação entre Custos Financeiros e Autonomia Financeira (Portugal, Espanha e Alemanha)**



Fonte: Banco de Portugal.

a) Gráfico da esquerda (direita) com dados sobre autonomia financeira (custos financeiros).

Estes resultados parecem indicar que o sistema financeiro português, em geral, e o sistema bancário, em particular, apresenta níveis de concorrência mais elevados do que o observado nos restantes países e/ou que os credores têm uma menor aversão ao risco, colocando o pricing ajustado de risco em níveis abaixo do que seria desejado.

### III. O FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS

#### III.1 Enquadramento

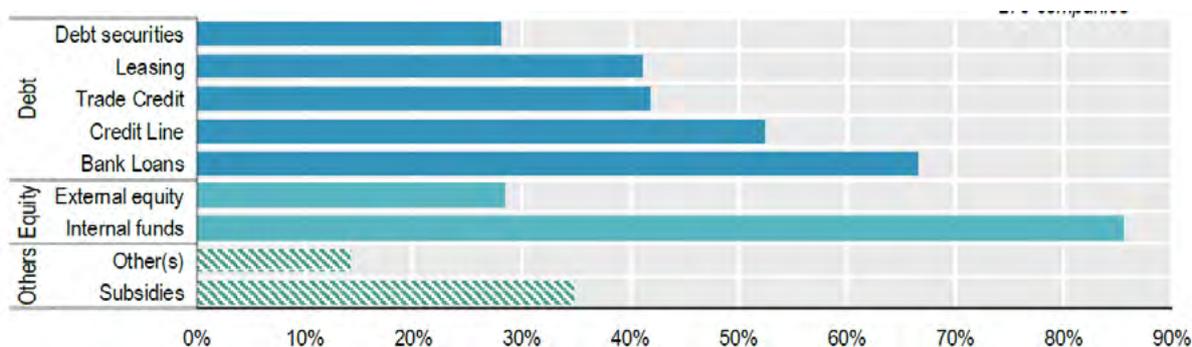
A problemática do financiamento das empresas nacionais é particularmente relevante para compreender o modelo de gestão empresarial, bem como a sua capacidade de resiliência.

Na realidade, o sucesso empresarial dependerá, em grande medida, da capacidade das empresas diversificarem as suas fontes de financiamento, bem como da capacidade de se financiarem em mercados mais competitivos (i.e., mercado de capitais).<sup>4</sup>

De acordo com um inquérito realizado pela OCDE (2020)<sup>5</sup>, cerca de 85% das empresas portuguesas inquiridas responderam que o financiamento interno, em particular através de resultados não distribuídos, se apresentava como muito importante (menos de 30%, consideram que o financiamento externo do capital é importante) - Figura 9. No que respeita à dívida, cerca de 66% dos inquiridos responderam que o financiamento através de empréstimos bancários (mútuos) é a fonte mais importante.

**Figura 9**

Fontes de Financiamento e sua Importância



Fonte: OCDE (2020).  
Nota: amostra de 275 empresas.

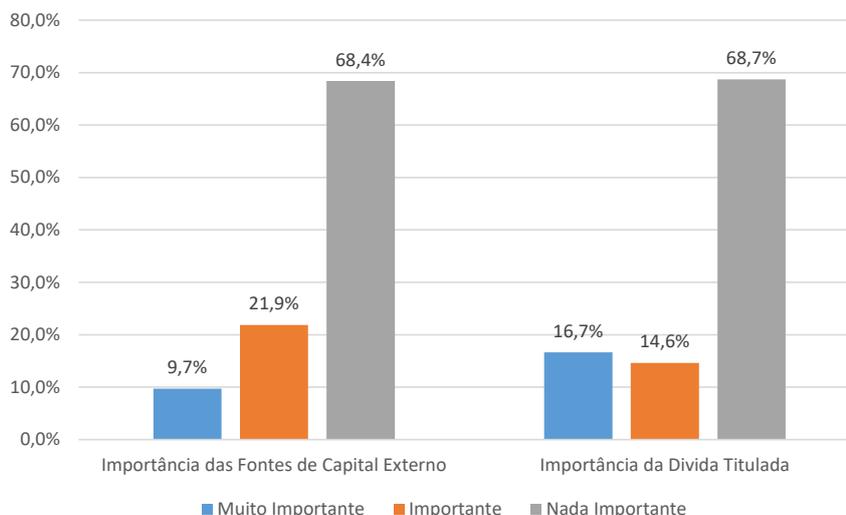
Numa outra perspetiva, cerca de 68% dos inquiridos considera que a obtenção de capital através de fontes externas é pouco importante (apenas 10% considera que é muito importante), enquanto 69% considera que a obtenção de funding através de dívida titulada é pouco importante (apenas 17% considera que é muito importante) - Figura 10.

<sup>4</sup> Importa referir que, apesar das empresas não cotadas não usarem, por norma, instrumentos de financiamento baseados no mercado, o certo é que essas empresas possuem diversos instrumentos de curto e longo prazo para se financiarem através do mercado.

<sup>5</sup> Inquérito realizado pela OCDE em 2020 a 275 empresas portuguesas para efeitos de avaliação da OCDE do Mercado de Capitais em Portugal.

**Figura 10**

**Importância das Fontes Externas de Capital e da Dívida Titulada**



Fonte: OCDE (2020).

a) amostra de 247 empresas no que respeita à emissão de capital (gráfico da esquerda) e amostra de 246 empresas no que respeita à emissão de dívida (gráfico da direita).

Em face do anterior, parece claro que os empresários portugueses são pouco receptivos a abertura de capital das suas empresas a entidades externas (nomeadamente, através da dispersão em bolsa do seu capital), sendo que do ponto de vista do endividamento a preferência pelo financiamento bancário parecer ser a predominante.

Na realidade, o recurso aos bancos para obter financiamento parecer ser o mais importante para cerca de 67% das empresas respondentes ao inquérito, preferência explicada, segundo os inquiridos, pela relação de longo prazo estabelecida com os bancos. De igual forma, o menor custo de funding e o facto de os bancos conhecerem o negócio das empresas é considerado como fator importante para cerca de metade das empresas respondentes, sendo que cerca de 30% considera que não tem outras opções disponíveis para além do financiamento bancário.

O inquérito realizado pela OCDE (2020), permite ainda retirar outras conclusões importantes.

Em primeiro lugar, para mais de 80% dos respondentes a existência de fontes internas de financiamento, nomeadamente lucros não distribuídos, afetará positivamente os planos de investimento para os próximos 3 anos<sup>6</sup>.

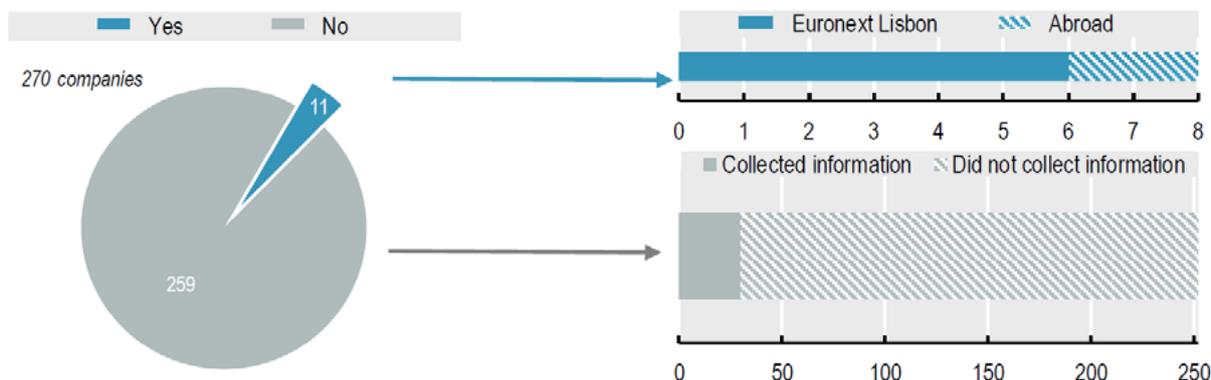
Em segundo lugar, não é expectável que a redução observada em Portugal, ao longo das últimas duas décadas, no número de empresas cotadas em bolsa venha a ser revertida nos próximos anos. Com efeito, das empresas inquiridas, apenas 11 (4%) responderam que têm intenções de dispersar o capital em bolsa, sendo que 6 (2) destas indicam a bolsa nacional (bolsas estrangeiras) como plataforma para essa dispersão - Figura 11.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Tendo em consideração o impacto do Covi-19 nos resultados das empresas, a perspetiva de investimento para as empresas portuguesas apresenta-se negativa.

<sup>7</sup> Saliente-se que das 259 (96%) empresas respondentes que não pretendem dispersar o capital em bolsa nos próximos 3 anos, 30 destas recolheram, no passado, informação sobre o processo de dispersão mas abortaram o processo antes de realizarem a IPO.

**Figura 11**

**Empresas que Pretendem Dispersar o Capital em Bolsa nos Próximos 3 Anos**



Fonte: OCDE (2020).  
Nota: amostra de 275 empresas.

Em terceiro lugar, as principais razões para as empresas não dispersarem o capital em bolsa podem ser divididas em dois grandes grupos. Por um lado, para as empresas que já tiveram o capital disperso (22 empresas respondentes), a saída de bolsa de bolsa foi motivada pela existência de regulação complexa (81,8%); exigência elevadas ao nível da governação e do compliance (77,3%); e baixa liquidez do mercado português (77,3%). Por outro lado, as empresas que potencialmente poderiam dispersar o capital em bolsa (165 empresas), referem que não o fazem porque pretendem manter o controlo (69,7%). De igual forma, os custos associados; a baixa liquidez do mercado português; e a complexidade da regulação são entraves à dispersão do capital em bolsa.

Em quarto lugar, e no que respeita à emissão de dívida titulada, nomeadamente através de obrigações e papel comercial, constata-se que apenas 31% dos respondentes emitiram este tipo e instrumentos no passado (69% nunca emitiram), sendo que 7% tinham um rating valido aquando da realização do questionário.<sup>8</sup> De igual forma, constata-se que apenas 19% pretendem emitir este tipo de instrumentos no futuro, sendo que o principal motivo está associado à diversificação dos custos de funding e à possibilidade facilitar o acesso a outras fontes de financiamento através do mercado de capital (por exemplo, obtenção de capital). Mais uma vez, a ausência de interesse por este tipo de financiamento está associada às “melhores alternativas de financiamento por via do sistema bancário”.

Em quinto lugar, a utilização de fontes alternativas de financiamento parece não ser do interesse da generalidade das empresas (cerca de 74%), que justificam o facto com a existência de fontes tradicionais ou porque não necessitam de financiamento externo - Figura 12.

<sup>8</sup> A ausência de notação de rating atribuído por entidade independente poderá estar associada ao facto de não existirem requisitos legais para tal nas emissões públicas (i.e., papel comercial) ou poderá resultar do facto destas emissões ficarem retidas nos balanços dos bancos pelo que a ausência de rating não coloca entraves à sua colocação.

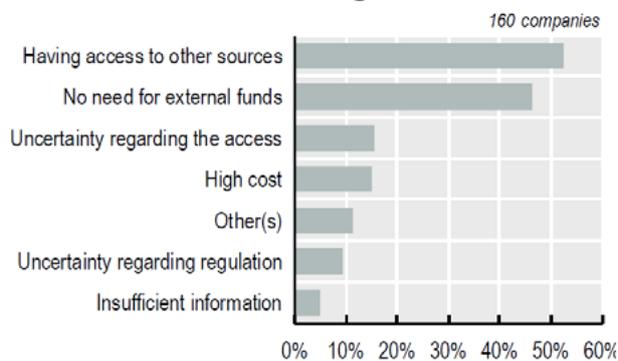
**Figura 12**

Utilização e Impedimentos à Utilização de Fontes Alternativas de Financiamento

**A. Used or planning to use alternative financing sources**



**B. Reasons not to use alternative financing sources**

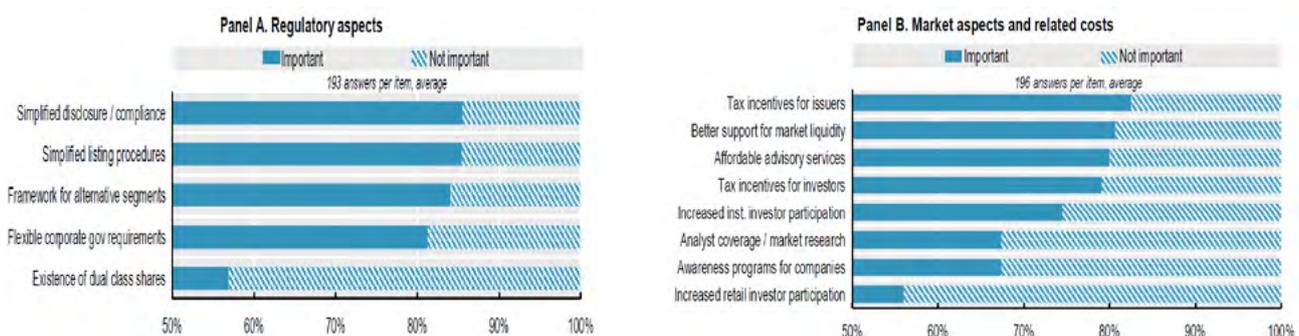


Fonte: OCDE (2020)  
a) amostra de 275 empresas.

Por fim, o inquérito da OCDE (2020) permite ainda retirar algumas conclusões sobre o ambiente de mercado, nomeadamente, se o mesmo é propício à dispersão de capital em bolsa, emissão de dívida titulada ou uso de fontes alternativas de financiamento. Consta-se que são os bancos de investimento e a bolsa de Lisboa os principais agentes a contactar com as empresas no sentido de as encorajar a utilizar vias alternativas ao financiamento bancário. De igual forma, as empresas respondentes consideram que simplificação das regras de compliance/disclosure; a simplificação dos procedimentos associados à cotação em bolsa; a existência de incentivos fiscais; e maior suporte à liquidez do mercado, são elementos essenciais para a promoção do mercado de capitais em Portugal - Figura 13.

**Figura 13**

Fatores Importantes para a Criação de um Ambiente Favorável a Bolsa de Valores



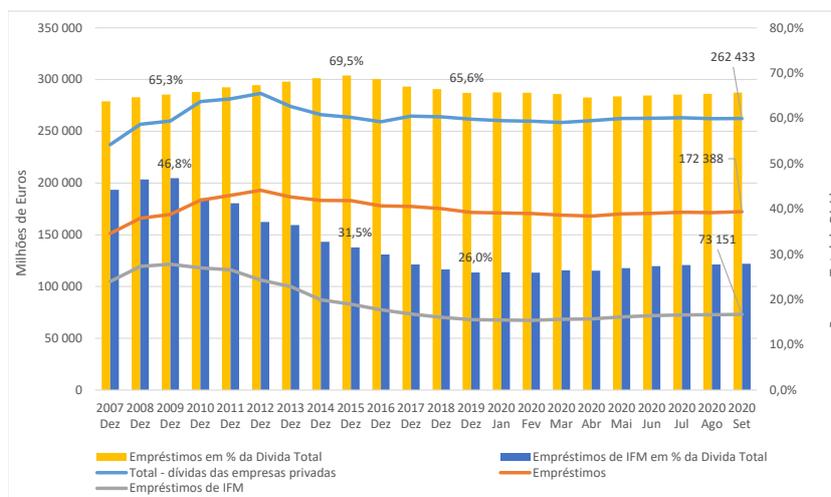
Fonte: OCDE (2020)  
a) amostra de 196 empresas.

**III.2 Financiamento Bancário**

Apesar do peso dos empréstimos no total do endividamento das empresas (SNF) se ter mantido praticamente constante ao longo da última década (65,3% em final de 2009 e 65,6% em final de 2019), a importância dos empréstimos bancários diminuiu significativamente (46,8% da dívida em final de 2009 e 26% em final de 2019) - Figura 14.

**Figura 14**

**Endividamento Total, Empréstimos Totais e Empréstimos Bancários (SNF)**

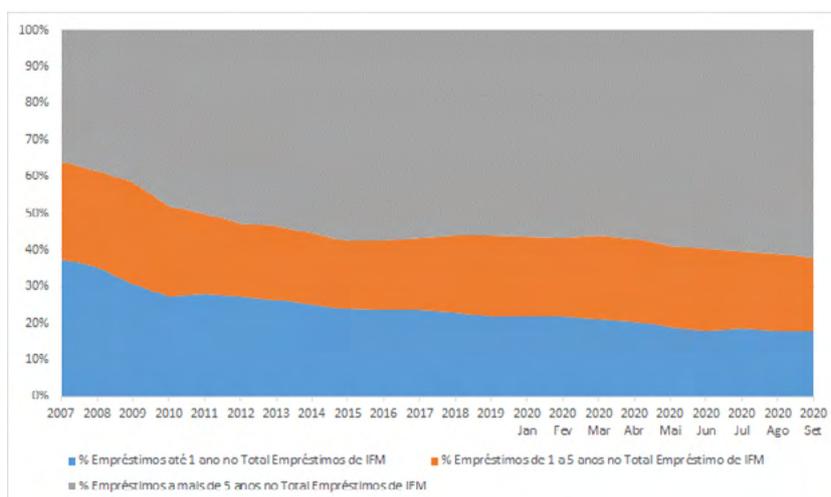


Fonte: Banco de Portugal

Por outro lado, a estrutura temporal dos empréstimos bancários alargou-se substancialmente na última década. Com efeito, enquanto em 2007 cerca de 37,6% dos empréstimos bancários eram de prazo inferior a 1 anos, em 2019 esse valor era de 21,9%, caindo para 17,7% em setembro de 2020 (fruto das linhas com garantia mútua no âmbito da Covid-19) - Figura 15.

**Figura 15**

**Endividamento Total e Empréstimos Bancários (SNF)**



Fonte: Banco de Portugal

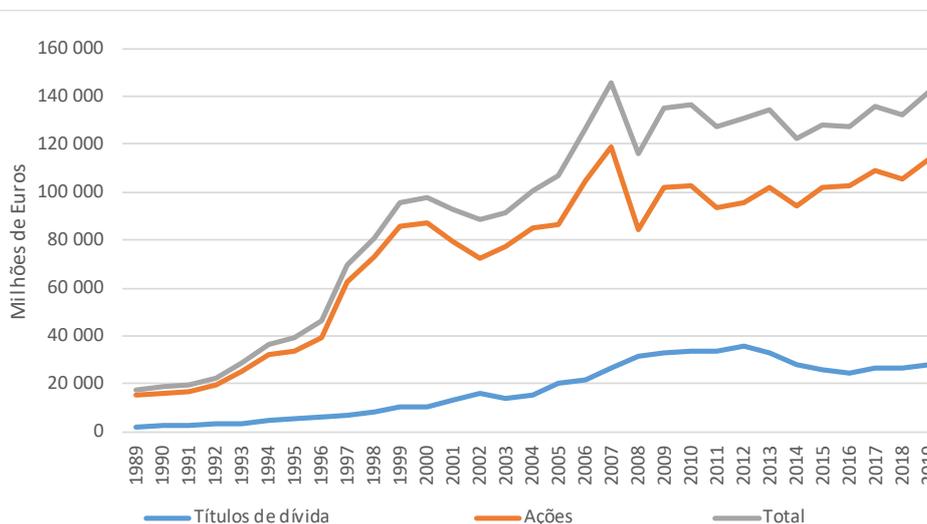
### III.3 O Financiamento Através de Valores Mobiliários

Entre 1989 e a crise do subprime, assistiu-se a um crescimento significativo do montante de ações e de títulos de dívida emitidos (cotados e não cotados) pelas Sociedades não Financeiras (SNF) que atingiram um máximo

de, respetivamente, 145,4 M€ em 2007 (15,3 M€ em 1989) e de 35,6 M€ em 2012 (1,9 M€ em 1989), tendo-se registado uma estagnação a partir dessa data – Figura 16.<sup>9</sup>

**Figura 16**

**Títulos de Dívida e Ações (Saldo no final do Ano)**



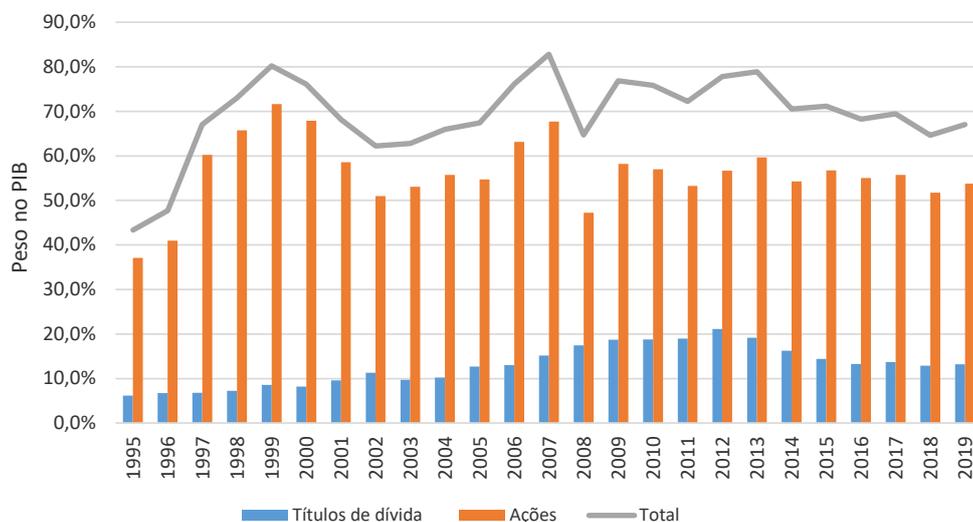
Fonte: Banco de Portugal

A estagnação, em termos de valor nominal, no valor das emissões de títulos de dívida e de capital, não tem correspondência quando analisamos a sua importância no PIB. Na realidade, depois de ter atingido um máximo de 67,7% do PIB em 2007 o valor das emissões de ações caiu para cerca de 53,8% do PIB em 2019. De igual forma, o valor das emissões de dívida caiu de um máximo de 21,1% do PIB em 2012 para cerca de 13,2% em 2019 – Figura 17.

<sup>9</sup> Do ponto de vista metodológico, os dados do BdP consideram os seguintes critérios de valorização: “As emissões brutas encontram-se valorizadas ao valor de emissão, que pode ser diferente do valor nominal. As amortizações de títulos de dívida encontram-se valorizadas ao valor de amortização, que será igual ao montante total emitido avaliado ao preço de emissão se for uma emissão abaixo do par, ou igual ao valor nominal nos restantes casos. No caso dos títulos de participação no capital, o valor das cessações corresponde ao montante da devolução de dinheiro ou de bens. Para as posições em fim de período são utilizados os seguintes critérios: os títulos cotados são valorizados ao valor de mercado (cotação diária da Euronext Lisbon ou do MEDIP) e os títulos não cotados são valorizados, prioritariamente, ao preço de emissão ou ao valor do nominal.

**Figura 17**

**Títulos de Dívida e Ações (Peso no PIB)**

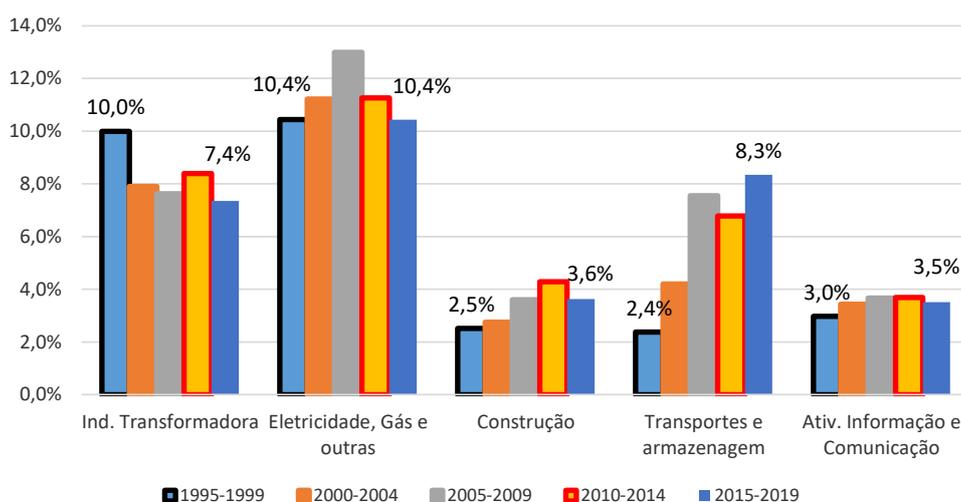


Fonte: Banco de Portugal

Numa perspetiva setorial, destaca-se a importância do setor da Eletricidade e Gás, cujo montante de títulos de dívida e ações emitidas correspondia, em média (2015-2019), nos 10,4% do PIB (valor igual ao observado em 1995 - 1999). Por outro lado, o recurso da Indústria Transformadora caiu de 10,0% do PIB entre 1995-1999 (média) para os 7,4% entre 2015-2019 (média), enquanto os Transportes e Armazenagem registou uma subida de 2,4% para 8,4% em igual período – Figura 18.

**Figura 18**

**Títulos de Dívida e Ações (Peso no PIB por Setor de Atividade)**

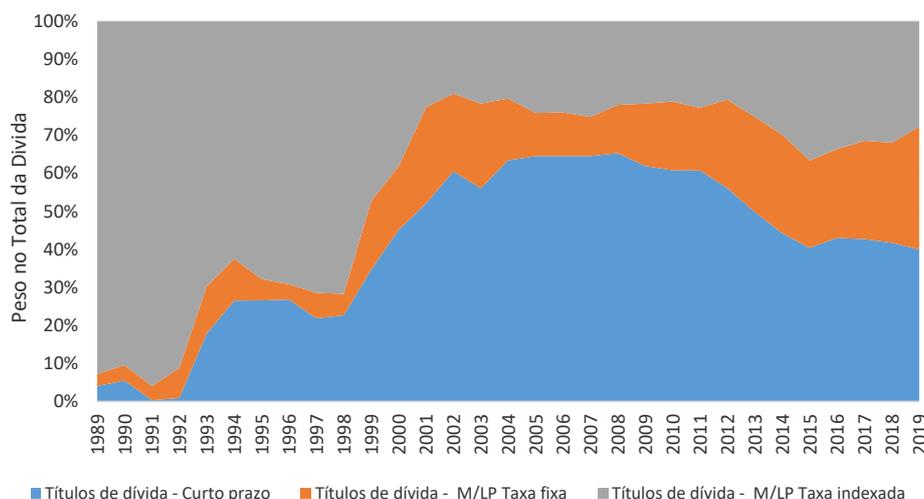


Fonte: Banco de Portugal

No que respeita aos títulos de dívida, constata-se, desde 2007, uma redução do peso da dívida de curto prazo no total da dívida titulada, a par de um aumento da importância da dívida a taxa fixa a partir de 2015 – Figura 19.

**Figura 19**

**Títulos de Dívida (Prazo e Indexante)**



Fonte: Banco de Portugal

No que respeita às emissões de valores mobiliários através da Bolsa, os dados disponíveis apontam para uma perda progressiva de importância deste “canal” no âmbito do financiamento das empresas.

Com efeito, em 2018 ocorreu apenas uma IPO e uma SDO no mercado acionista português, registando-se, entre 2010 e 2018, uma saída líquida acumulada de 11 empresas do mercado acionista português - Tabela 2.

**Tabela 2**

**Mercado Acionista (M€ em valores de 2018)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Sociedades Não Financeiras</b>									
Número de IPOs	-	1	1	1	1	-	-	-	1
Total de emissões nos IPOs (M€)	-	4	5	561	150	-	-	-	1
Número de SPO	2	4	1	4	7	5	2	3	1
Total de emissões no SPOs (M€)	126	230	505	1798	2175	696	619	391	36
<b>Sociedades Financeiras</b>									
Número de SPO	1	1	3	1	3	-	1	1	-
Total de emissões no SPOs (M€)	94	293	1836	840	3721	-	217	1294	-
<b>Admissões e Saídas do Mercado Acionista</b>									
Admissões	1	-	2	2	1	-	1	-	3
Saídas	2	1	5	3	1	-	2	2	5
Admissões Líquidas	-1	-1	-3	-1	-	-	-1	-2	-2

Fonte: OCDE  
a) IPO (Initial Public Offer) e SPO (Secondary Public Offer).

Em resultado, o número de companhias com ações listadas em Bolsa em final de 2019 atingiu mínimos históricos – Tabela 3.

**Tabela 3**

Companhias Listadas na Bolsa de Lisboa (2018)

	# de Empresas Listadas	Capitalização Bolsista (M€)
Companhias Listadas (Excl. Fundos Investimento)	47	63.107
Euronext Lisbon	38	62.949
Euronext Access Lisbon	8	133
Euronext Growth Lisbon	1	25

Fonte: OCDE

De igual forma, no mercado de dívida corporate o montante emitido, quer por sociedades financeiras, quer por sociedades não financeiras, situava-se em 2018 em valores próximos dos mínimos da década - Tabela 4.

**Tabela 4**

Emissões no Mercado de Dívida Corporate (M€ em valores de 2018)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Sociedades não Financeira</b>									
Número de Emissões	1	3	7	7	11	9	5	6	5
Montante Emitido (M€)	230	651	2 643	2 787	2 308	1 910	1 851	1 086	537
<b>Sociedades Financeira</b>									
Número de Emissões	15	3	3	4	7	2	1	6	3
Montante Emitido (M€)	13 326	4 936	1 820	2 973	7 394	2 116	18	5 262	1 238

Fonte: OCDE

Se em termos absolutos a dimensão do mercado de capitais português é reduzida, em termos comparativos, os resultados também são modestos. A título de exemplo, em 2018 o PIB português representava 1,28% do PIB da União Europeia (UE) enquanto a capitalização bolsista da Bolsa de Lisboa representava apenas 0,59% da capitalização bolsista da UE e o montante de ações emitido através de IPOs apenas 0,01% do total das IPO's da UE - Tabela 5.

**Tabela 5**

Importância do Mercado de Capitais Português na União Europeia

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (%)	1,4	1,33	1,25	1,25	1,23	1,21	1,24	1,27	1,28
Montante Emitido IPO (%)	-	0,03	0,06	2,66	0,33	-	-	-	0,01
Sociedades Não Financeiras (%)	-	0,04	0,09	3,74	0,47	-	-	-	0,01
Sociedades Financeiras (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Montante Emitido SPO (%)	0,22	0,57	2,97	2,09	4,24	0,51	0,98	1,26	0,05
Sociedades Não Financeiras (%)	0,22	0,51	1,02	2,68	2,7	0,82	1	0,5	0,06
Sociedades Financeiras (%)	0,23	0,61	6,25	1,42	6,36	-	0,93	2,31	-
Capitalização Mercado Acionista (%)	1,07	0,66	0,63	0,61	0,48	0,45	0,51	0,53	0,59
Emissão de Dívida Corporate (%)	1,11	0,49	0,36	0,51	0,74	0,39	0,17	0,58	0,17
Private equity (%)									
Fundraising (%)	0,55	1,44	2,77	0,33	0,17	0,11	0,03	0,02	0,11
Investimento (%)	0,59	1,35	0,93	0,94	0,66	0,52	0,64	0,53	0,66

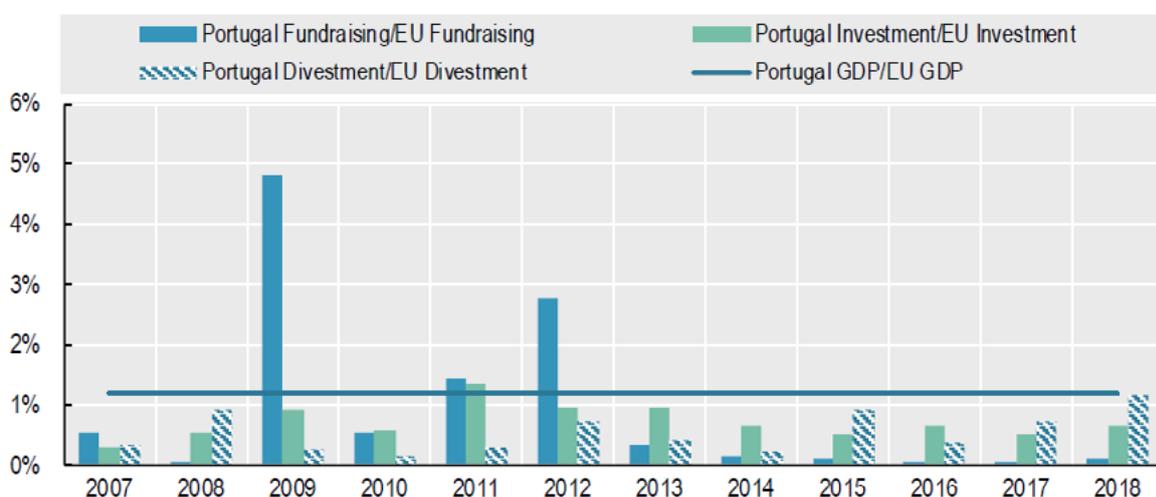
Fonte: OCDE

### III.4 Fontes Alternativas de Financiamento

A atividade de private equity em Portugal tem-se revelado, genericamente, menos importante em Portugal quando comparado com a média da União Europeia (UE) em todas as 3 fases: fundraising, investimento e desinvestimento. Na realidade, e depois da componente de fundraising ter atingido 3% do total registado na UE em 2012, a tendência tem vindo a ser decrescente desde então, representando entre 2013 e 2018 menos de 0,1%. Na componente de investimento e desinvestimento, os valores entre 2013 e 2018 foram sempre inferiores a 1% do total registado na UE, exceto na componente de desinvestimento que em 2018 atingiu os 1,2% - Figura 20.

**Figura 20**

Private Equity em Portugal e na Europa



Fonte: OCDE (2020).

Outro aspecto importante prende-se com a dimensão média dos fundos de private equity e de venture capital. Assim, enquanto em Portugal a dimensão média é de 39,2 M€ a média da UE é de 68 M€ que, associado ao facto da atividade de fundraising ter sido insignificante desde 2012, poderá condicionar a capacidade de diversificação e obtenção de económicas de escala, com efeitos óbvios sobre a rentabilidade dos fundos e sua atratividade.

Refira-se que as fontes de financiamento dos private equity apresenta em Portugal uma arquitetura diferente da observada no resto da UE, com um peso significativo dos bancos, Estado/fundos soberanos no seu financiamento e um peso quase residual dos fundos de pensões - Figura 21.

**Figura 21**

Financiamento dos Private Equity por Tipologia de Financiador (2019)



Fonte: OCDE (2020)

## IV. CRISE PANDÉMICA E FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

A crise pandémica Covid-19 obrigou as autoridades a adotar um conjunto de medidas com vista a mitigar as dificuldades de tesouraria das empresas e as suas necessidades de financiamento, de entre as quais se destacam as denominadas moratórias.<sup>10</sup>

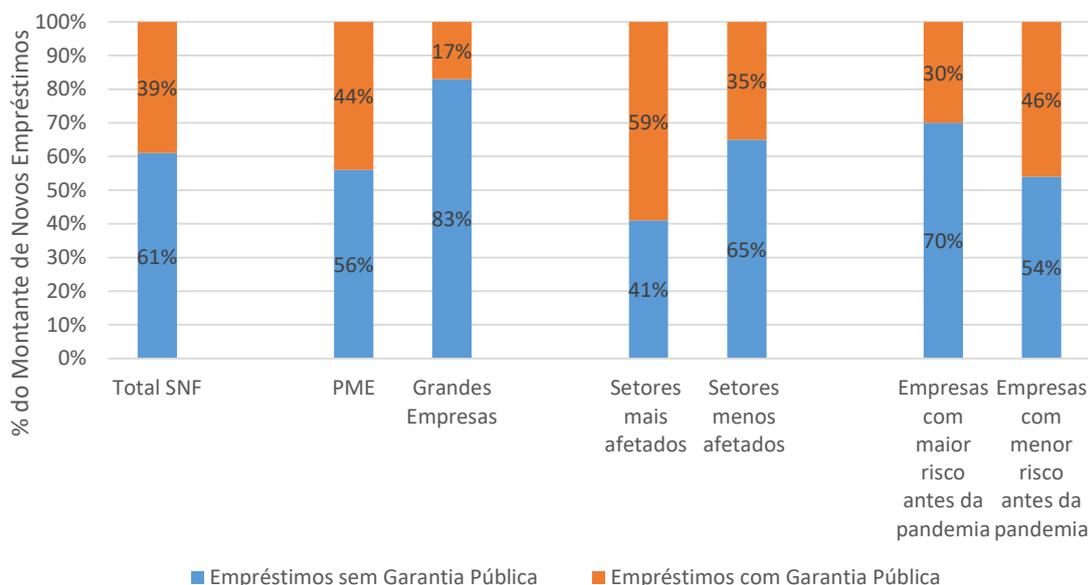
De acordo com o Banco de Portugal (BdP, 2020), no final de setembro de 2020, 32% dos empréstimos a sociedade não financeiras (SNF) concedidos pelo setor bancário estavam em moratória (24.4 mil M€). Saliente-se que, tendo por base os dados de junho, a proporção dos empréstimos em moratória foi superior em Portugal (30%) face à média da União Europeia (9%).

Por outro lado, cerca de 40% dos novos empréstimos contratados entre março e setembro de 2020 estiveram associados a linhas de crédito com garantia pública, motivada fundamentalmente por “financiamento de existências” e “necessidades de fundo de maneiço” (BdP, 2020), sendo que estas operações representam cerca de 2,1% do stock de crédito (0,5% no caso da União Europeia).

Refira-se que os novos empréstimos com garantia pública tiveram um peso maior nas PME’s do que nas grandes empresas (44% contra 17%), nos setores mais afetados face aos menos afetados (59% contra 35%) e nas empresas com menor risco (antes da pandemia) face às de maior risco (46% contra 30%) - Figura 22.

**Figura 22**

**Novos Empréstimos Contratados por Dimensão, Setor e Classe de Risco (março a setembro de 2020)**



Fonte: Banco de Portugal (2020)

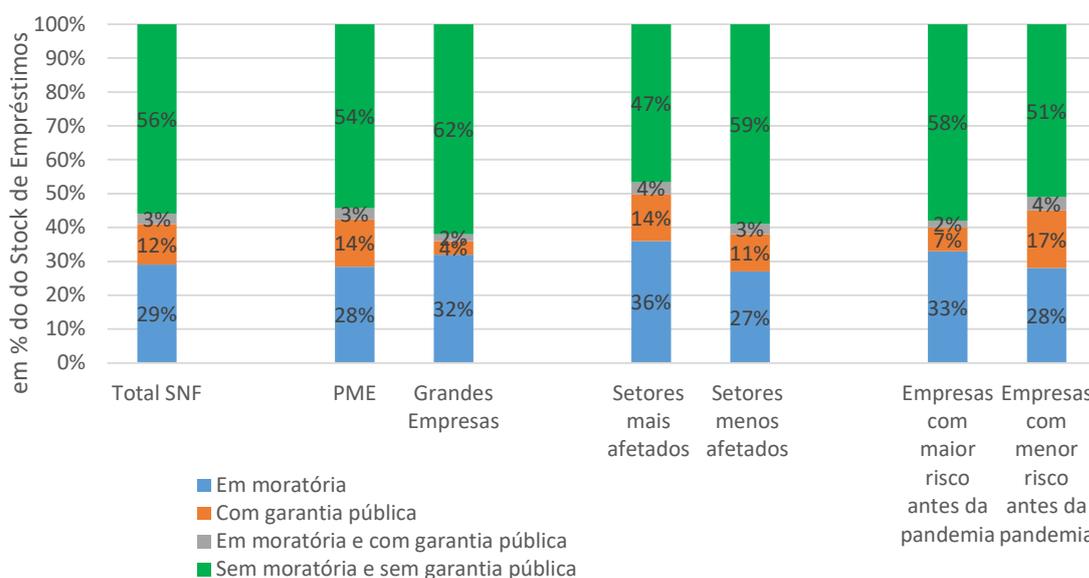
<sup>10</sup> De entre as medidas adotadas destaca-se o layoff simplificado, a suspensão temporária do serviço da dívida e a proibição da revogação das linhas de crédito contratadas proporcionadas pelas moratórias. O adiamento do cumprimento de algumas obrigações fiscais e contributivas e as linhas de crédito com garantia pública, foram outras das medidas adotadas.

Refira-se que as linhas de crédito permitiram às empresas obter liquidez em condições mais vantajosas no que respeita à carência de capital (18 meses de carência nos empréstimos com garantia); taxa de juro (1,3% nos empréstimos com garantia face aos 2,4% sem garantia pública); bem como à maturidade (cerca de um terço de todas as operações contratualizadas com maturidade de 6 anos).

A adesão à moratória de crédito contribuiu ainda para reduzir as necessidades de liquidez das empresas. De acordo com o BdP, até ao final do período de vigência da moratória (setembro de 2021), as prestações devidas e não pagas<sup>11</sup>, deverão ascender a cerca de 15% do stock de empréstimos das empresas (11 mil M€, do quais um terço relativo a prestações devidas até setembro de 2020) - Figura 23.

**Figura 23**

Recurs



Fonte: Banco de Portugal (2020)

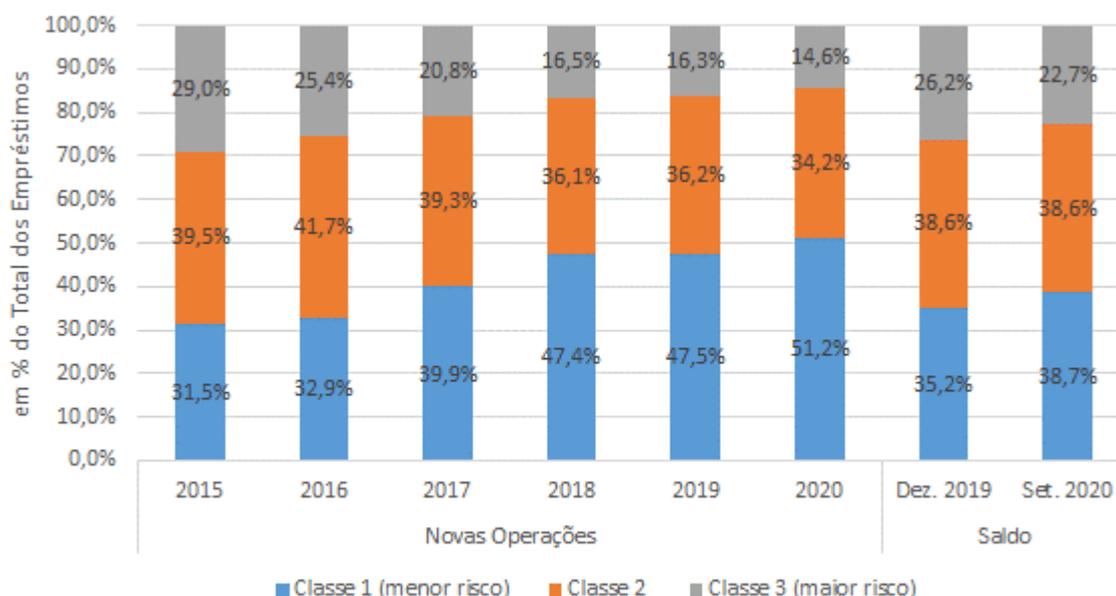
Curiosamente, e numa perspetiva de risco, constata-se que os novos empréstimos foram orientados para as classes de menor risco, sendo que nos primeiros 9 meses de 2020 cresceram, em termos homólogos, cerca de 22% (nas classes de risco intermédio e de maior risco aumentaram, respetivamente, 10% e 12%), representando em setembro de 2020 cerca de 51% dos novos empréstimos e conduzindo a que o saldo acumulado de empréstimos de menor risco passasse a representar cerca de 38,7% do crédito total, face aos 35,2% observado em dezembro de 2019 - Figura 24.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Inclui a totalidade do montante em dívida no caso dos empréstimos que se venceriam no período da moratória.

<sup>12</sup> A melhoria do risco de crédito a empresas poderá resultar de eventuais atrasos na atualização de ratings ou de desfasamentos entre a informação de suporte ao cálculo do rating e a real situação da empresa à data do referido cálculo. Neste contexto, é de esperar um agravamento do risco das carteiras de crédito.

**Figura 24**

Recurso a Medidas de Apoio por Dimensão, Setor e Classe de Risco (setembro de 2020)



Fonte: Banco de Portugal (2020)

A crise pandémica originou um aumento do endividamento das empresas por via da ausência das amortizações de crédito, bem como resultado de novas operações, tendo o rácio de endividamento das empresas aumentado 5,7 p.p. entre dezembro de 2019 e junho de 2020, para 98% do PIB (aumento da dívida contribuiu com 2.4 p.p. enquanto redução do PIB contribuiu com 3.3 p.p.).<sup>13</sup> Paralelamente, o rácio de dívida líquida de depósitos aumentou para 72% do PIB, ou seja, +3 p.p. face a dezembro de 2020 (face a um aumento de +5,7 p.p. do rácio de endividamento bruto), o que significa que a liquidez das empresas terá aumentado durante este período - Tabela 6.

**Tabela 6**

Dívida Total das SNF (% do PIB)

	Dez. 2013	Dez. 2016	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019	Jun. 2020
<i>Dívida Bruta</i>						
Portugal	122	103	100	95	92	98
Área Euro	88	90	88	88	87	
1.º quartil	76	68	64	61	58	
2.º quartil	126	138	131	128	123	
<i>Dívida Líquida de Depósitos</i>						
Portugal	103	83	78	73	69	72
Área Euro	64	63	59	59	58	

Fonte: Banco de Portugal (2020)

<sup>13</sup> O aumento da dívida foi mais pronunciado nos setores da indústria transformadora e extrativa (taxa de variação anual – tva – de 6,2% em junho), comércio, alojamento e restauração (tva de 7,4%) e construção e atividades imobiliárias (tva de 6,8%).

Saliente-se que, apesar das medidas de apoio ao financiamento das empresas, os impactos da crise pandémica na rentabilidade e autonomia financeira das empresas (i.e., capital próprio/ativo) começa a tornar-se visível. Com efeito, entre março e junho de 2020 a rentabilidade das empresas caiu 0,9 p.p. para os 6,7%, enquanto a autonomia financeira das empresas caiu cerca de 0,1 p.p. para os 38,9% - Tabela 7 e Tabela 8.

**Tabela 7**

Rendibilidade das Empresas

	Dez. 2016	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019	Mar. 2020	Jun. 2020
<b>Indústrias</b>	8,7	10,9	10,2	9,6	9,0	7,8
<b>Construção</b>	3,7	4,0	5,2	5,3	5,2	5,2
<b>Comércio</b>	7,1	7,8	7,2	7,7	7,1	6,8
<b>Eletricidade, gás e água</b>	9,1	8,2	7,4	7,8	7,9	8,0
<b>Transportes e armazenamento</b>	11,1	11,8	11,8	12,1	12,0	10,4
<b>Outros serviços</b>	6,6	7,5	7,7	7,6	7,6	6,5
<b>Total das Empresas</b>	7,0	7,9	7,9	7,8	7,6	6,7

Fonte: Banco de Portugal (2020c)

**Tabela 8**

Autonomia Financeira das Empresas

	Dez. 2016	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019	Mar. 2020	Jun. 2020
<b>Indústrias</b>	39,5	40,5	42,0	42,9	43,2	42,9
<b>Construção</b>	26,0	27,7	29,5	30,0	30,1	29,9
<b>Comércio</b>	34,3	35,3	35,6	37,3	37,5	37,5
<b>Eletricidade, gás e água</b>	26,3	25,5	32,4	34,8	34,2	34,3
<b>Transportes e armazenamento</b>	18,8	20,8	21,3	22,9	22,3	22,0
<b>Outros serviços</b>	32,9	33,8	36,1	37,5	37,5	38,0
<b>Total das Empresas</b>	34,9	35,9	37,6	38,9	39,0	38,9

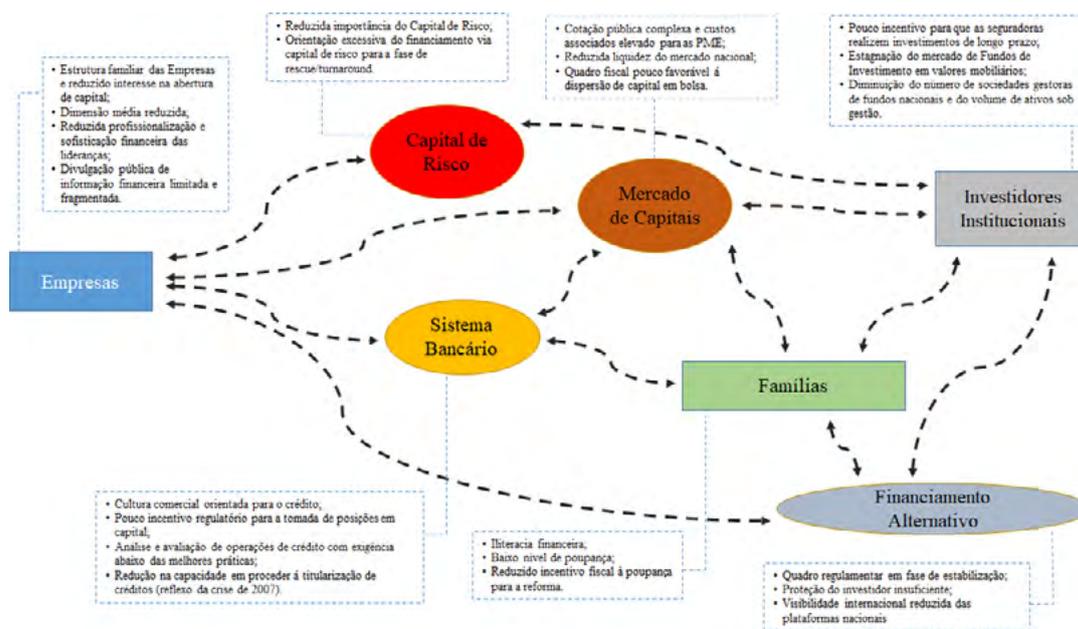
Fonte: Banco de Portugal (2020c)

## V. CONSTRANGIMENTOS AO FINANCIAMENTO DAS EMPRESA

Os constrangimentos ao financiamento das empresas portuguesas têm uma natureza estrutural e resultam de um conjunto diverso de fatores. Na realidade, se o modelo de governação de natureza familiar de quase 70% das empresas nacionais pode explicar alguma aversão das empresas nacionais aos processos de dispersão de capital em bolsa, também é verdade que a orientação do sistema bancário nacional no sentido do financiamento empresarial assente em crédito bancário não é gerador de incentivos para que as empresas procurem fontes alternativas de financiamento. De igual forma, a reduzida poupança das famílias portuguesas, associada a uma modesta exposição dos investidores institucionais às empresas nacionais (em particular, na componente de títulos de capital), condiciona os níveis de liquidez do mercado de capitais e, desta forma, reduz o incentivo para que as empresas reduzam a sua dependência do financiamento bancário - Figura 25.

**Figura 25**

Principais Constrangimentos ao Financiamento das Empresas



Fonte: Autor

### V.1 Governança e Estrutura de Financiamento

Diversos estudos teóricos e empíricos têm se dedicado ao impacto dos mecanismos de governança na estrutura de financiamento de uma empresa. De acordo com a literatura, os principais mecanismos de governança reconhecidos como tendo efeito nas decisões de financiamento são os seguintes: dimensão e independência do conselho de administração; dualidade na administração (acumulação de funções de Chairman e CEO);

remuneração dos administradores executivos; e nível de alinhamento dos administradores executivos com os interesses da organização.<sup>14</sup>

Importa referir que os mecanismos de ligação entre a governança e a estrutura de financiamento, nem sempre são fáceis de identificar. Ainda assim, parece ficar claro que uma menor qualidade da gestão de topo se poderá traduzir numa menor qualidade de planeamento e reporte financeiro com consequências ao nível da diversificação e qualidade de financiamento.

Na realidade, empresas com estruturas débeis de planeamento e de reporte financeiro terão, *ceteris paribus*, maiores dificuldades em obter um financiamento por via do mercado de capitais do que uma empresa em que essas estruturas são mais robustas. Igual conclusão se pode retirar ao nível do financiamento direto bancário, uma vez que as empresas menos “profissionais” terão piores condições de acesso ao crédito do que as empresas mais “profissionais”.

Uma vez que a qualidade e profissionalismo da gestão empresarial condiciona a estrutura de financiamento, nomeadamente no que se refere à utilização de instrumentos mais “sofisticados” (i.e., valores mobiliários), importa referir que o peso dos empregadores sem o ensino secundário ou superior no total dos empregadores portugueses é muito elevado (47,4%), quando comparado com a média da UE (16,3%).<sup>15</sup>

## V.2 Propriedade e Estrutura de Financiamento

No que diz respeito ao efeito da propriedade familiar na estrutura de financiamento das empresas, Boubakari e Feudjo (2010) demonstraram que as empresas familiares evitam o financiamento externo para manter o controle e transmitir a empresa para as gerações futuras, podendo-se concluir que a propriedade familiar das empresas pode estar associada negativamente à estrutura de capital.

Neste contexto, importa referir que em Portugal as empresas familiares<sup>16</sup> representem cerca de 70% do total das empresas<sup>17</sup> (ainda assim, uma realidade próxima da observada dos restantes países europeus), sendo que os resultados apurados pela PwC (2016), através de um inquérito realizado às empresas familiares (Figura 26), parecem estar alinhados com os resultados obtidos na literatura económica.

Na realidade, constata-se a preferência das empresas familiares pelo financiamento através de capitais próprios uma vez que para muitas dessas empresas, recorrer a capitais alheios implica abdicar de parte do controlo ou obriga à prestação de garantias.<sup>18</sup>

---

<sup>14</sup> De acordo com Hermassi et. al. (2015), os resultados sobre esta matéria são variados e inconclusivos. Ainda assim, a literatura parece indicar que existe uma relação entre a) dimensão do Conselho de Administração e estrutura acionista; b) administradores independentes e alavancagem da empresa; e c) estrutura de compensação dos administradores e estrutura de capital.

<sup>15</sup> Pordata (2020).

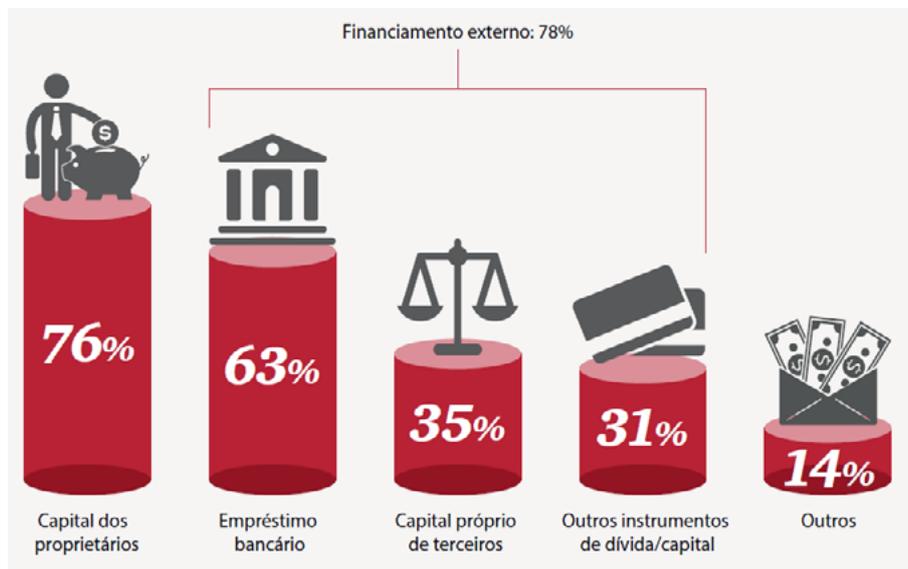
<sup>16</sup> Considera-se uma empresa familiar toda a organização cuja propriedade e o processo de decisão, se, de uma forma geral, estão concentrados numa família. Ou seja, não existe uma separação entre a gestão e a propriedade da empresa havendo a necessidade compatibilização e harmonização entre quadros membros e não-membros da família.

<sup>17</sup> As empresas familiares representam também cerca de 50% do emprego e contribuem com 65% do PIB e estão maioritariamente presentes no setor industrial, comércio e construção. Deste universo apenas 25% têm exposição ao setor exportador.

<sup>18</sup> As empresas familiares enfrentam outros constrangimentos que importa identificar: a) surgimento frequente de conflitos de interesse entre o membro da família, enquanto gestor, e o membro da família, enquanto de-

**Figura 26**

Resultados do Inquérito às Empresas Familiares (2016)



Fonte: PwC

a) Resultados da resposta à questão “De que forma pretende financiar o seu crescimento?”.  
 Universo das empresas que pretendiam crescer mais de 10%.

### V.3 Fragmentação da Informação Económico-Financeira

O acesso a informação económico-financeira das empresas é elemento essencial no processo de decisão dos investidores. Na realidade, a dificuldade em aceder facilmente a informação fiável, compreensível e comparável, apresenta-se como um enorme entrave ao financiamento das empresas, em particular das de pequena e média dimensão. Adicionalmente, a inexistência de notações de risco elaboradas por entidades independentes para um número significativo de empresas, colocam entrave adicional aos investidores.

A este propósito, e conforme refere a Comissão Europeia (2020), o “acesso sem descontinuidade, à escala da UE, a dados sobre as empresas em formatos digitais comparáveis reduzirá os custos da pesquisa de informações para os investidores transfronteiriços e alargará a base de investidores em benefícios das empresas”.

### V.4 Reduzida Liquidez do Mercado de Capitais Nacional

A reduzida dimensão e liquidez do mercado de capitais português, em particular na componente bolsista, apresenta uma natureza crónica e tem vindo a acentuar-se.

Com efeito, no final de 2020 existiam 54 empresas com ações cotadas em Bolsa, 40 das quais no mercado principal (Euronext Lisbon), sendo que 7 destas empresas não registaram qualquer transação no dia 30 de dezembro de 2020.

tentor do capital, conduzindo muitas vezes a tomadas de decisão ineficientes do ponto de vista económico; b) dificuldades de sucessão nas empresas que, caso não seja bem preparada, pode colocar em causa a sobrevivência da mesma (De acordo com um estudo sobre empresas familiares na região Norte, apenas 3% têm a 3ª geração ativa na empresa e apenas 2% das empresas têm mais de 50 anos).

Nos restantes mercados, a situação é ainda mais evidente, com as duas empresas do Euronext Growth Lisbon com ausência de transações em 30 de dezembro de 2020, enquanto no Euronext Access Lisbon apenas uma das 11 empresas registou transações, num valor total de 494€ - Tabela 9.

**Tabela 9**

**Transações de Títulos de Capital (Ações) na Euronext Lisbon**

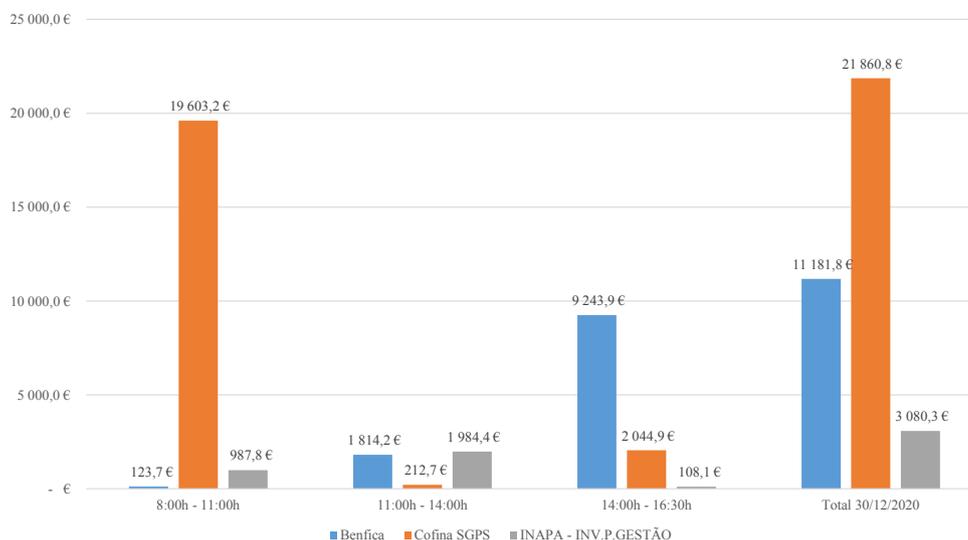
		Euronext Lisbon	Euronext Access Lisbon	Euronext Growth Lisbon	Total
Transações de Títulos em 30/12/2020	Sem Transações	7	11	2	20
	Com Transações	33	1	0	34
Total de Títulos Cotados		40	12	2	54
Valor Transacionado em 30/12/2020 (€)		54 408 089,4 €	494,0 €	0,0 €	54 408 583,4 €

Fonte: Euronext

Atente-se que algumas das empresas que registaram transações na Euronext Lisbon apresentaram volumes de transações absolutamente modestos, reveladores da falta de liquidez do mercado - Figura 27.

**Figura 27**

**Volume de Ações Transacionadas na Euronext Lisbon (30/12/2020)**



Fonte: Euronext

De igual forma, no mercado de dívida (i.e., obrigações) o número de emissões cotadas era no final de 2020 de apenas 175, sendo que apenas 13 dessas emissões registaram transações em 30 de dezembro de 2020 - Tabela 10.

**Tabela 10**

**Transações de Títulos de Dívida (Obrigações) na Euronext Lisbon**

		Euronext Lisbon	Euronext Access Lisbon	Total
Transações de Títulos em 30/12/2020	Sem Transações	135	27	162
	Com Transações	13	0	13
Total de Títulos Cotados		148	27	175

Fonte: Euronext

a) As 175 emissões cotadas de títulos de dívida foram realizadas por 47 emitentes, dos quais 7 são eminentes públicos ou similares; 10 são sociedades financeiras; e 30 sociedades não financeiras.

## V.5 Ausência de veículos de investimento de longo prazo

A ausência de veículos de investimento de longo prazo é outro constrangimento ao financiamento das empresas portuguesas.

Para ilustrar esta situação, considere-se a evolução nos últimos anos dos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM)<sup>19</sup>, instrumentos essenciais na intermediação entre poupança e investimento.

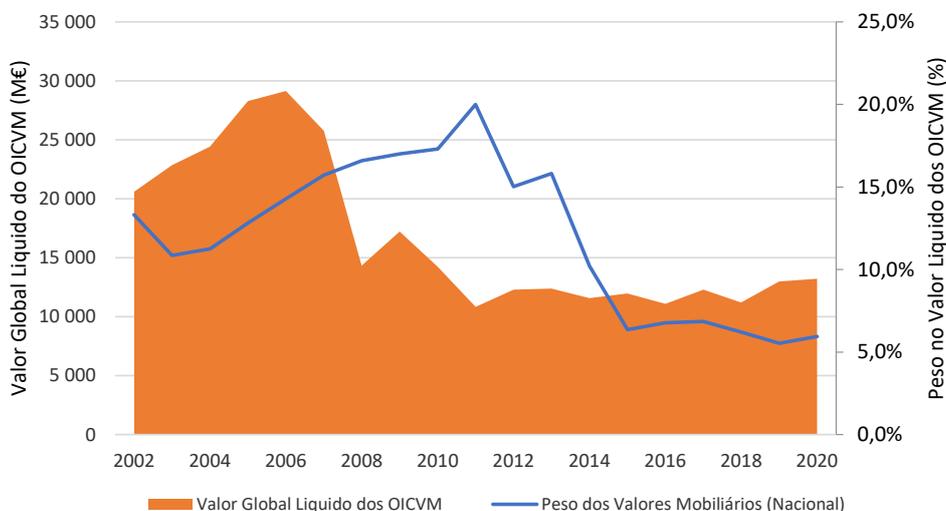
Com efeito, e depois de um máximo próximo dos 29,2 mil M€ em final de 2006, o valor líquido dos OICVM nacionais caiu para um mínimo de 10,8 mil M€ em 2011, situando-se a setembro de 2020 nos 13,2 mil M€.

A par da queda dos valores sob gestão, o peso dos valores mobiliários emitidos por entidades nacionais e cotadas em mercado nacional, que representava 13,3% do valor líquido dos OICVM em 2002 (2,7 mil M€), tendo atingido 20% em 2011 (2,2 mil M€), caiu para valores mínimos em setembro de 2020 (787 M€ a que corresponde 5,9% do valor líquido dos OICVM) - Figura 28.

<sup>19</sup> Os Organismos de Investimento Coletivo (OIC), são instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes. Os Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) são organismos abertos: 1.º) Cujo objeto exclusivo é o investimento coletivo de capitais de investidores não exclusivamente qualificados em valores mobiliários ou outros ativos financeiros líquidos; e 2.º) Cujas unidades de participação são, a pedido dos seus titulares, readquiridas ou resgatadas, direta ou indiretamente, a cargo destes organismos, equiparando-se a estas reacquisições ou resgates o facto de um OICVM agir de modo a que o valor das suas unidades de participação em mercado regulamentado não se afaste significativamente do seu valor patrimonial líquido.

**Figura 28**

Valor Líquidos dos OICVM e Valores Mobiliários Nacionais



Fonte: CMVM.

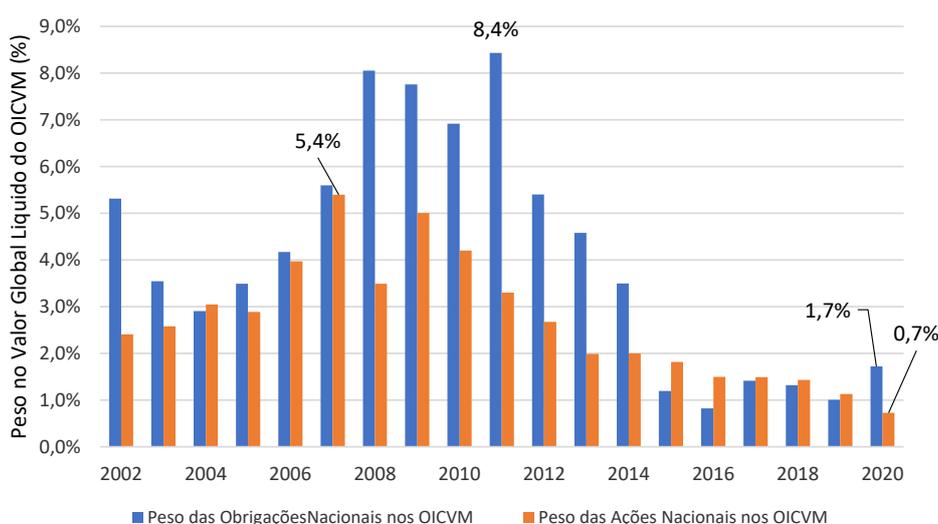
a) Dados a 31 de dezembro, exceto em 2020 com dados de 30 de setembro.

Saliente-se que a perda de importância dos valores mobiliários nacionais na “estratégia” de investimento dos OICVM, foi mais acentuada na componente emitida por entidades privadas (ações e obrigações).

Na realidade, em setembro de 2020 o peso no valor líquido dos OICVM das ações e das obrigações de entidades privadas era de, respetivamente, 0,7% (97 M€) e 1,7% (228,5 M€), valor que compara com os 5,4% (1391,7 M€) em 2007, no caso das ações, e os 8,4% (913,9 M€) em 2011 no caso das obrigações - Figura 29.

**Figura 29**

Valores Mobiliários Nacionais (Ações versus Obrigações)



Fonte: CMVM

a) Dados a 31 de dezembro, exceto em 2020 com dados de 30 de setembro.

## V.6 Reduzida exposição das companhias de seguro a dívida empresarial e a títulos de capital

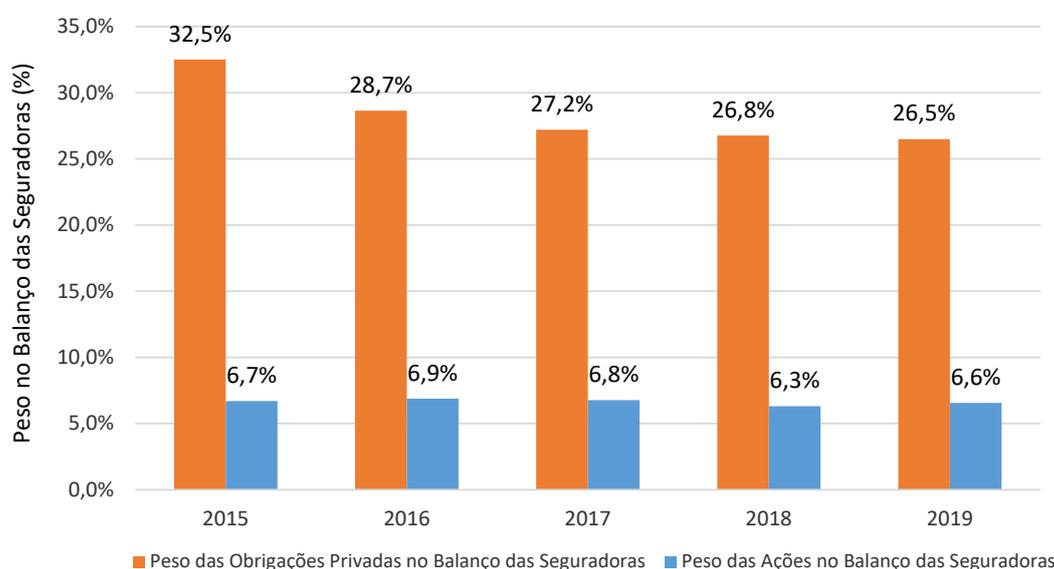
No caso português, constata-se que o peso da dívida de empresas no balanço das seguradoras, diminuiu de forma significativa nos últimos anos,

De igual forma, constata-se que o peso das ações no balanço nas seguradoras, apesar de não ter registado alterações significativas, manteve-se em níveis considerados marginais (6,7% em 2015 e 6,6% em 2019) - Figura 30.<sup>20</sup>

Saliente-se que só uma parte destas ações e obrigações correspondem a títulos emitidos por entidades nacionais.

**Figura 30**

Peso das Ações e Obrigações de Empresas no Balanço das Seguradoras



Fonte: ASF e cálculos próprios.  
a) Dados a 31 de dezembro

## V.7 Iliteracia Financeira dos Investidores Particulares

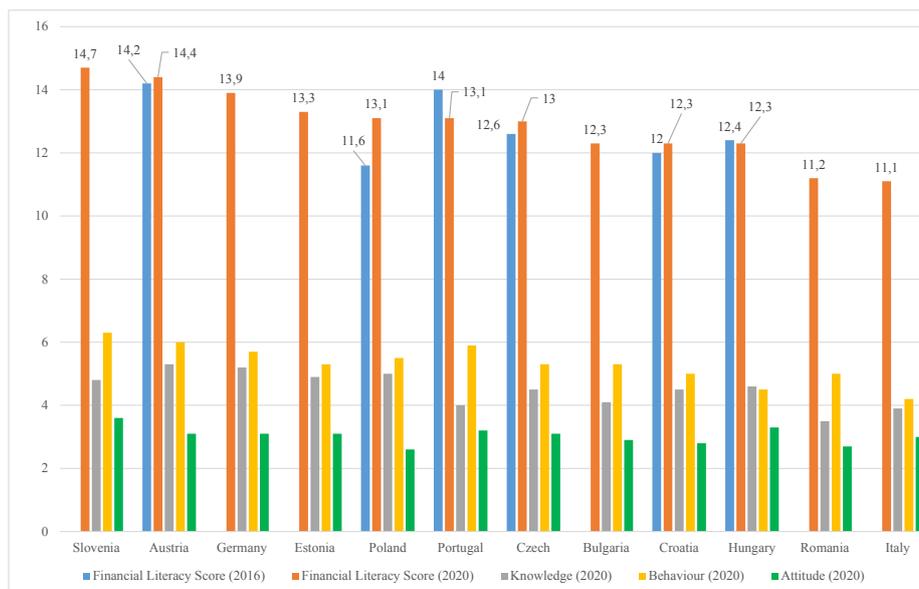
No que respeita à literacia financeira, Portugal apresenta-se numa posição intermédia no quadro da União Europeia, tendo ficado em 6.º lugar no indicador global de literacia financeira (13,1 pontos num máximo de 21), num universo de 12 países da União Europeia que responderam integralmente ao inquérito internacional

<sup>20</sup> Saliente-se que em matéria de exposição a títulos de dívida ou de capital de empresas portuguesas, o Estado português parece não dar o exemplo. Com efeito, o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) não detinha em 2017 e 2018 qualquer exposição a títulos de capital de empresas portuguesas apesar de possuir uma carteira de ações superior a 2 mil M€.

à literacia financeira dos adultos 2020 promovido pela International Network on Financial Education da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE/INFE, 2020).<sup>21</sup>

Saliente-se que a pontuação obtida por Portugal em 2020 ficou um pouco abaixo da obtida em 2016 (OCDE/INFE, 2020), ano em que obteve uma pontuação de 14 pontos, comportamento em contraciclo com o observado para os restantes países da UE (exceto Hungria) que responderam ao inquérito nestes dois anos – Figura 31.

**Figura 31**  
Literacia Financeira



Fonte: OCDE (2016, 2020)

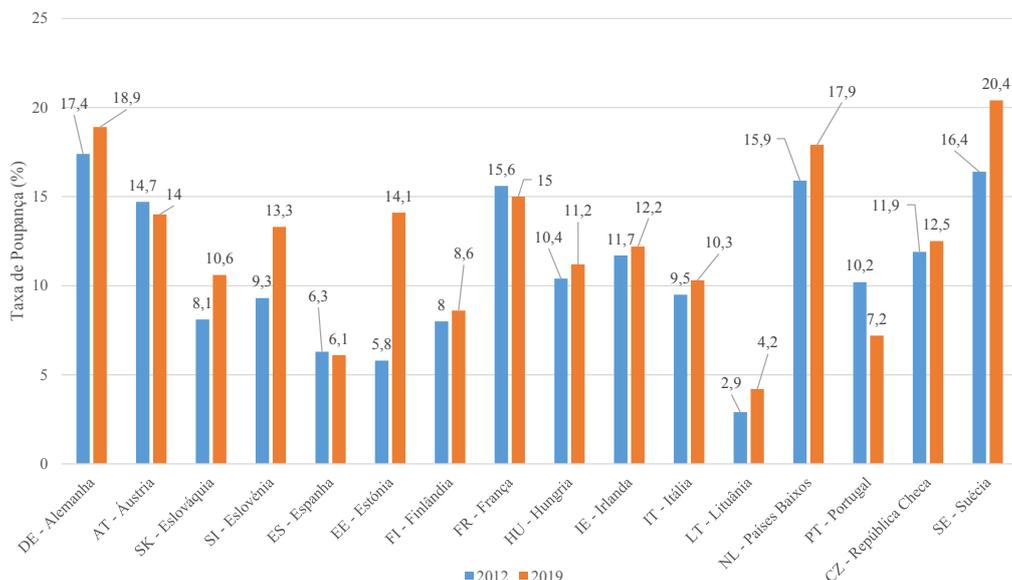
## V.8 Baixo Nível de Poupanças das famílias Portuguesas

Portugal apresenta-se como um dos países da UE em que a taxa de poupança das famílias é a mais baixa. Com efeito, para o conjunto de países em que existem dados disponíveis para 2019 (16 países), Portugal situa-se no antepenúltimo lugar com uma taxa de poupança de 7,2%, apenas acima da Espanha (6,1%) e Lituânia (4,2%). Refira-se que em 2012 a taxa de poupança em Portugal era de 10,2% (9.º lugar em 16 países) - Figura 32.

<sup>21</sup> Nas questões sobre conhecimentos financeiros, a generalidade dos entrevistados portugueses respondeu corretamente à questão sobre o valor de juros a pagar no empréstimo de 25 euros por um dia (87,4%). A maioria respondeu também corretamente às questões sobre a relação entre inflação e custo de vida (74,7%), sobre a relação entre retorno e risco de um investimento (72%) e sobre o efeito de perda de poder de compra resultante de uma taxa de inflação de 2% (55,8%), resultados ainda assim abaixo da média dos países participantes. Quando questionados sobre o cálculo de juros simples e compostos o nível de respostas corretas foi de 42,6% e 19,8%, respetivamente, abaixo da média dos países participantes.

**Figura 32**

Taxa de Poupança das Famílias



Fonte: Pordata.

a) Poupança bruta das famílias no ano civil / Rendimento disponível bruto das famílias no ano civil.

## V.9 Reduzida Importância do Capital de Risco

O capital de risco<sup>22</sup> apresenta-se atualmente como fonte de financiamento essencial na generalidade das economias mais dinâmicas.

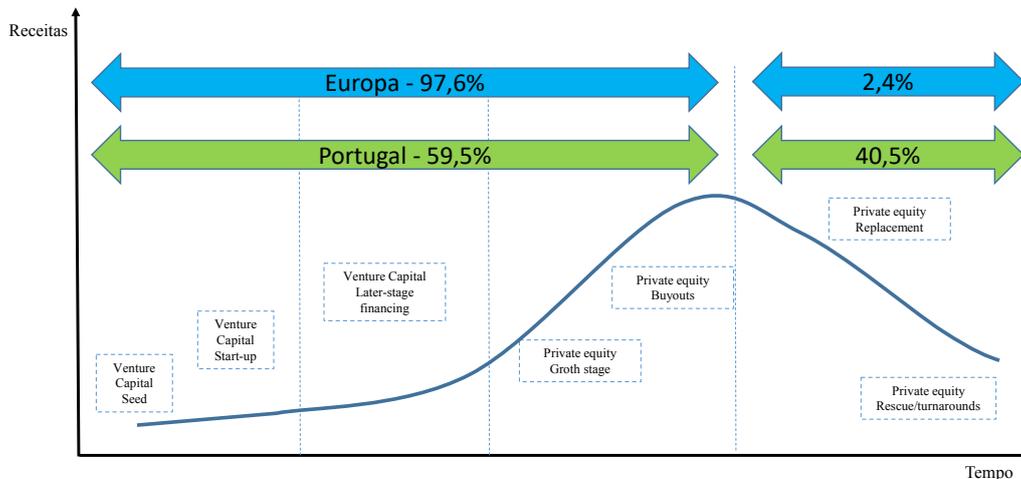
Em Portugal, a utilização deste instrumento, quer por via das Sociedades de Capital de Risco (SCR), quer por via dos Fundos de Capital de Risco (FCR), parece não ganhar tração, observando-se, ao longo destes últimos anos, um processo de desinvestimento, progressivo. Com efeito, em 2019, e apesar de 64,8% das 1.165 transações corresponderem a aquisições, o certo é que o seu valor (263,2 M€) ficou claramente aquém do valor das alienações (464,1M€), traduzindo-se num desinvestimento líquido de 200,9 M€ (-184,4 M€ em 2018).

Adicionalmente, constata-se que o investimento em capital de risco parece estar orientado em Portugal para a recuperação de empresas em dificuldades financeiras (i.e., Rescue/turnaround), consumindo cerca de 40,5% do investimento de capital de risco realizado em Portugal até 2019 (2,4% na Europa) - Figura 33.

<sup>22</sup> O capital de risco é uma atividade através da qual investidores proporcionam financiamento, em geral de médio e longo prazo, a empresas de elevado potencial de crescimento ou valorização. Corresponde a uma fonte de financiamento alternativa às tradicionais e tem como vantagem o papel ativo dos investidores no aconselhamento direto à gestão. A intervenção do capital de risco nas empresas participadas pode desempenhar um papel financiador, de aconselhamento técnico e de envolvimento na gestão (abordagem designada habitualmente de “hands-on”), ou pode limitar-se à alocação, pelos operadores, de fundos às empresas (“hands-off”).

Figura 33

Valor Investimento por Fase de Entrada do Capital de Risco na Empresa (Valor Acumulado até 2019)



Fonte: CMVM, Invest Europe e Cálculo Próprio.

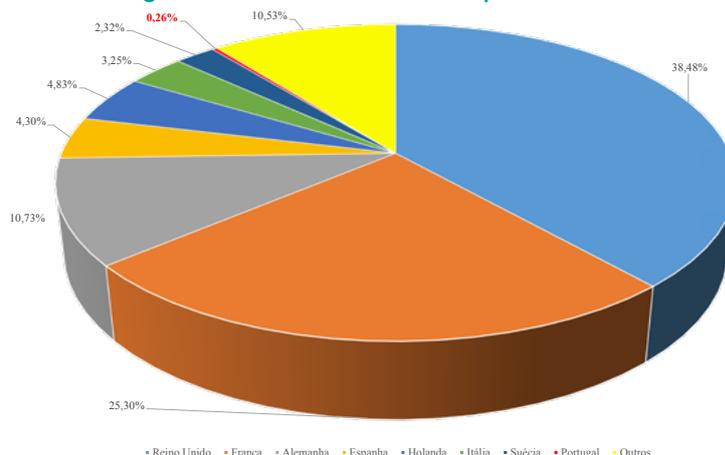
a) A fase do management buy-out representa 69,2% do investimento na Europa, enquanto em Portugal o investimento mais representativo ocorre na fase rescue/turnaround.

### V.10 Reduzida Expressão das Plataformas Alternativas de Financiamento

O financiamento das empresas através de mecanismos alternativos, nomeadamente o denominado “Direct Lending”<sup>23</sup>, apresenta natureza residual no quadro do financiamento das empresas portuguesas. De acordo com dados reportados pela Delloite (2018), entre 2013 e o 2.º semestre de 2018, das 1.510 operações realizadas na Europa apenas 4 (0,26%) foram realizadas por empresas portuguesas - Figura 34.

Figura 34

Posicionamento do Direct Lending no Financiamento das Empresas



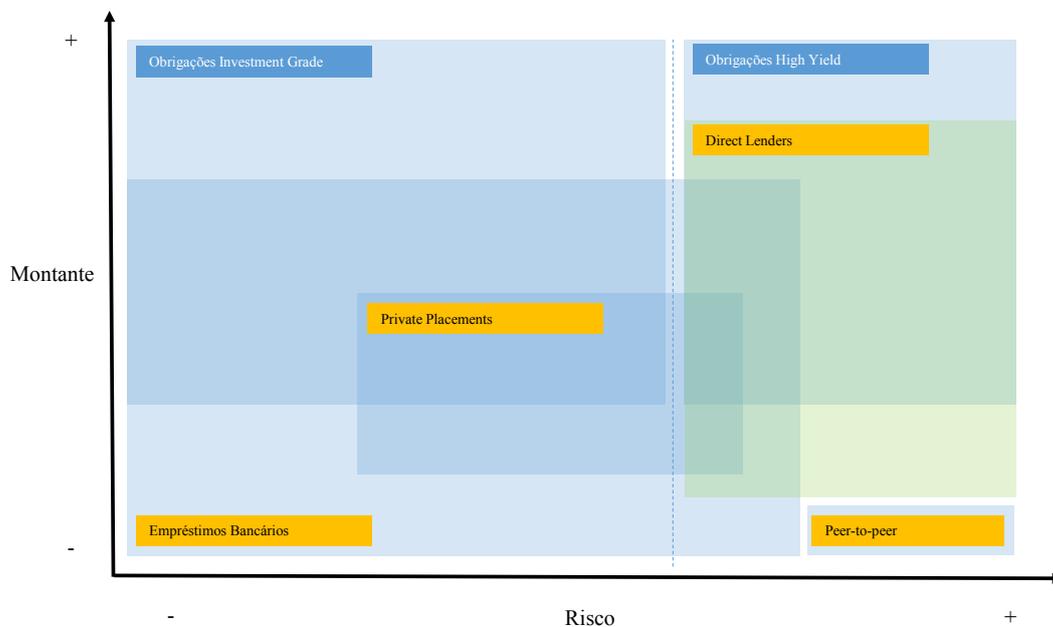
Fonte: Delloite (2018) e cálculos próprios.

<sup>23</sup> Direct lending é uma forma de financiamento empresarial nos quais os credores, que não os bancos, emprestam diretamente às empresas sem intervenção de intermediários tais como bancos de investimento, brokers ou private equity. Normalmente, os devedores são pequenas ou médias empresas (não cotadas) enquanto os credores são indivíduos detentores de grandes fortunas, sociedades gestoras de ativos ou seguradoras.

Importa salientar que este tipo de financiamento alternativo apresenta particular importância para as empresas com maior nível de risco (Figura 35), o que significa que este tipo de financiamento, se devidamente explorada, poderá ter uma importância relevante para uma estrutura produtiva como a portuguesa.

**Figura 35**

**Posicionamento do Direct Lending no Financiamento das Empresas**



Fonte: Adaptado de Deloitte (2018)

## VI. ALGUMAS DAS INICIATIVAS PARA MELHORAR OS MECANISMOS DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

### VI.1 Iniciativas da Comissão Europeia

A problemática do financiamento das PME apresenta uma natureza transnacional ao nível europeu, tendo o Parlamento Europeu e os Estados-Membros manifestado, ao longo dos últimos anos, o seu apoio à criação de uma União dos Mercados de Capitais (UMC).

Neste contexto, a Comissão Europeia adotou em 2015 um primeiro plano de ação relativo à UMC (Comissão Europeia, 2015), tendo instituído em novembro de 2019 um fórum de alto nível consagrado à UMC<sup>24</sup>, que apresentou em junho de 2020 o seu relatório final em que apresentava 17 recomendações dirigidas à Comissão e aos Estados-Membros tendo em vista avançar com a conclusão da UMC<sup>25</sup>.

Tendo por base o anterior, e atentos ao facto de subsistirem obstáculos a um mercado único de capitais, que permanecerão mesmo após a aplicação de todas as medidas legislativas já adotadas, a Comissão apresentou um novo plano que inclui 16 ações destinadas a assegurar a conclusão da UMC e com isto atingir os três objetivos expressos na Tabela 11 e Tabela 12.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> Reunindo 28 dirigentes de empresas, peritos, representantes dos consumidores e académicos.

<sup>25</sup> De acordo com a Comissão (2020), a UMC “visa assegurar o livre fluxo de investimento e aforro entre todos os Estados-Membros, em benefício dos cidadãos, dos investidores e das empresas, independentemente do local onde estejam estabelecidos”.

<sup>26</sup> Ver detalhe no Anexo 4, 5 e 6.

**Tabela 11**

Plano de Ação para Conclusão da União dos Mercados de Capitais

Objetivo	Ação a desenvolver pela Comissão Europeia
<p><b>Apoiar uma recuperação económica ecológica, digital, inclusiva e resiliente, facilitando o acesso das empresas europeias ao financiamento</b></p>	<p>Ação n.º 1 - Plataforma à escala da UE (ponto de acesso único europeu) que proporcione aos investidores um acesso sem descontinuidade a informações financeiras e em matéria de sustentabilidades sobre as empresas.</p>
	<p>Ação n.º 2 – Simplificar as regras de cotação aplicáveis nos mercados acionistas.</p>
	<p>Ação n.º 3 – Orientar um maior financiamento de longo prazo para as empresas e os projetos de infraestruturas, nomeadamente aqueles que contribuem para o objetivo de um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo.</p>
	<p>Ação n.º 4 – Eliminar os obstáculos regulamentares que dificultam o investimento de longo prazo pelas seguradoras, bem como proporcionar um tratamento prudencial adequado dos investimentos de longo prazo em fundos próprios de PME pelos bancos.</p>
	<p>Ação n.º 5 – Avaliar as vantagens e a viabilidade de impor aos bancos a obrigação de orientar as PME, cujo pedido de rédito tenham recusado, para fontes alternativas de financiamento.</p>
	<p>Ação n.º 6 – Reexaminar o atual quadro regulamentar no âmbito da titularização de crédito, a fim de reforçar a concessão de crédito pelos bancos às empresas da UE, em especial às PME.</p>
<p><b>Tornar a UE um espaço ainda mais seguro para o aforro e o investimento a longo prazo dos particulares</b></p>	<p>Ação n.º 7 - Avaliação da viabilidade de elaborar um quadro europeu de competências financeiras e imposição aos Estados-Membros da obrigação de promoverem medidas de aprendizagem que apoiem a educação financeira, em especial no que se refere a investimentos responsáveis e a longo prazo.</p>
	<p>Ação n.º 8 – Avaliação das normas aplicáveis no domínio dos incentivos e da divulgação de informações e alteração do quadro normativo existente para que os pequenos investidores recebam um aconselhamento adequado, bem como informações claras e comparáveis sobre os produtos. Redução da sobrecarga de informação para os pequenos investidores com experiência, sem prejuízo das salvaguardas adequadas. Por último, melhoria do nível de qualificações profissionais dos consultores na EU e avaliação da viabilidade de criar um rótulo pan-europeu para os consultores financeiros.</p>
	<p>Ação n.º 9 – Facilitar a monitorização da adequação das pensões nos Estados-Membros e adoção de melhores práticas para criar sistemas nacionais de acompanhamento para os cidadãos europeus. Elaboração de estudo para analisar as práticas de inscrição automática e outras práticas destinadas a fomentar a participação em regimes complementares de pensões, com vista a desenvolver as melhores práticas para esses sistemas em todos os Estados-Membros.</p>

Fonte: Comissão Europeia

**Tabela 12**

Plano de Ação para Conclusão da União dos Mercados de Capitais (Cont.)

Objetivo	Ação a desenvolver pela Comissão Europeia
Assegurar a integração dos mercados nacionais de capitais num verdadeiro mercado único	Ação n.º 10 - Sistema comum, normalizado e à escala da EU para a retenção na fonte
	Ação n.º 11 – Medidas legislativas ou não legislativas para assegurar uma harmonização mínima ou uma maior convergência em domínios específicos do direito de insolvência no setor não bancário. Melhoria da comunicação de dados, a fim de permitir uma avaliação regular da eficiência dos regimes nacionais de execução de empréstimos.
	Ação n.º 12 – Definição europeia de “acionista” e clarificação e harmonização em maior medida das regras que regem a interação entre investidores, intermediários e emitentes. Análise dos eventuais obstáculos nacionais à utilização de novas tecnologias digitais neste domínio.
	Ação n.º 13 – Alterar as regras para melhorar a prestação transfronteiras de serviços de liquidação na UE.
	Ação n.º 14 – Criação de um sistema de informação consolidada, eficaz e completo, no domínio da pós-negociação para as ações e instrumentos financeiros comparáveis.
	Ação n.º 15 – Reforço do quadro destinado a proteger e a facilitar o investimento na UE.
	Ação n.º 15 – Reforçar o conjunto único de regras aplicáveis aos mercados de capitais, avaliando a necessidade de uma maior harmonização das normas da UE e de acompanhamento dos progressos realizados no sentido da convergência em matéria de supervisão. Propor medidas para reforçar a coordenação da supervisão ou a supervisão direta pelas Autoridades Europeias de Supervisão.

Fonte: Comissão Europeia

## VI.2 Outras Iniciativas

Ao nível da relação entre mutuários e sistema bancário, foram recentemente lançadas algumas iniciativas que visam o robustecimento e transparência da mesma.

Neste contexto, e no seguimento da iniciativa desenvolvida pelas federações/associações de bancos europeus (European Banking Federation et al, 2017), os bancos associados da Associação Portuguesa de Bancos (2018), cientes da importância de um bom relacionamento entre as Pequenas e Médias Empresas (PME) nacionais e as instituições de crédito, decidiram adotar um conjunto de princípios orientadores no domínio da comunicação entre bancos e PME relativa a pedidos de concessão de crédito. Os princípios orientadores, abrangem quatro áreas: a) informação prévia;<sup>27</sup> b) conteúdo;<sup>28</sup> c) formato; e d) prazo de resposta.

De igual forma, em 29 de maio de 2020, a EBA (European Banking Authority) publicou o relatório final das “Guidelines on Loan Origination and Monitoring”, o qual visa melhorar as práticas, processos, mecanismos e modelos de governação associados aos processos de concessão de crédito, de forma a assegurar que as

<sup>27</sup> A título de exemplo, as “instituições de crédito devem informar as PME sobre como formalizar uma candidatura de crédito completa e adequada, explicando, numa linguagem compreensível, as informações consideradas necessárias, bem como os documentos indispensáveis á comprovação da veracidade e atualidade das informações solicitadas”.

<sup>28</sup> A título de exemplo, as “instituições de crédito devem fornecer, após solicitação, e de forma adequada, informações sobre pedidos de concessão de crédito a PME que, encontrando-se adequadamente formalizados, tenham sido recusados”, sendo que deverá ser disponibilizada “informação sobre os motivos da rejeição em linguagem clara para as PME”.

instituições possuam padrões robustos e prudentes na tomada, gestão e monitorização do risco de crédito, de forma a que o novo crédito originado seja de elevada qualidade.

De entre as novas “exigências” colocadas aos bancos destacam-se o reforço da informação prestada pelos mutuários, nomeadamente dados financeiros consolidados nas empresas inseridas em grupos económicos, e informação que permita uma visão forward-looking da capacidade do mutuário cumprir as suas obrigações (i.e., business plan).

## CONCLUSÕES

A análise do nível de capitalização e estrutura de financiamento das empresas portuguesas não é uma tarefa fácil, por duas razões. Em primeiro lugar, e apesar das melhorias observadas nos últimos anos, permanecem divergências e inconsistências nos números publicados pelas diversas entidades. Em segundo, pela elevada granularidade do tecido empresarial português, traduzida na existência em 2019 de mais de 1.314.088 (436.697 assumiam a forma jurídica de sociedade, sendo que apenas 1.285 são consideradas grandes empresas), assegurar uma leitura global consistente não é tarefa fácil.

Ainda assim, é possível retirar algumas conclusões sobre a capitalização e estrutura de financiamento das empresas portuguesas, bem como as limitações que lhe estão associadas.

Em primeiro lugar, importa referir que a situação financeira do tecido empresarial português melhorou no período compreendido entre 2012 e 2019. Com efeito, a autonomia financeira (capital próprio/ativo) média do total dos setores de atividades subiu de 28,7% em 2012 para 36,5% em 2019, tendo a percentagem de empresas com capital próprio negativo caído de 28,5% em 2014 para 25,5% em 2019, valores, ainda assim, particularmente elevados e acima do observado antes da crise do subprime.

Em segundo lugar, registou-se uma redução do financiamento por via de empréstimos, passando de 38,1% do total do financiamento em 2015 para 33,3% em 2019.

Em terceiro lugar, registou-se uma alteração na composição dos empréstimos, traduzido numa redução do peso dos empréstimos bancários (44,1% em 2015 para 40,8% em 2019), e um aumento ligeiro dos empréstimos do grupo, que passaram a ser a fonte principal (42,1% em 2015 para 42,8% em 2019), destacando-se ainda uma ligeira subida da importância da dívida titulada (7,5% em 2015 para os 10,2% em 2019).

Em quarto lugar, resultado da queda acentuada nas taxas de referência de mercado, bem como dos spreads de crédito, o custo financeiro médio das empresas portuguesas caiu de 5%, em 2012, para 3,2%, em 2019. Saliente-se, que quando comparamos os custos de financiamento suportados pelas empresas portuguesas (3,2% em 2018), constata-se que os mesmos ficam bastante abaixo do observado na Alemanha (4% em 2018), apesar da autonomia financeira média registada nos dois países ser idêntica (35,2% em Portugal e 34,9% na Alemanha).

Em quinto lugar, e resultado da facilidade em obter financiamento a “baixo custo”, constata-se que a maioria das empresas afirma que o financiamento através de empréstimos bancários é o mais relevante.

Em sexto lugar, parece também não existirem incentivos para a abertura de capital ou dispersão do capital das empresas em bolsa, com cerca de 85% das empresas inquiridas no supramencionado inquérito a responderem que o financiamento interno, em particular através de resultados não distribuídos, se apresentava como muito importante enquanto apenas 30%, consideram que o financiamento externo do capital é importante. Desta forma, não é expectável que a redução observada em Portugal ao longo das últimas duas décadas no número de empresas cotadas em bolsa não se irá inverter, tanto mais que das empresas inquiridas, apenas 11 (4%) manifestaram ter intenções de dispersar o capital em bolsa, sendo que apenas 6 (2) destas empresas indicam a bolsa nacional (bolsas estrangeiras) como plataforma para essa dispersão.

Em sétimo lugar, os dados disponíveis parecem estar alinhados com as conclusões anteriores. Com efeito, ape-

sar de entre 1989 e o final da primeira década do novo século se ter assistido a um crescimento significativo do montante de títulos de capital e dívida emitidos (cotados e não cotados) pelas sociedades não financeiras, que atingiram um máximo de, respetivamente, 145,4 M€ em 2007 e 35,6 M€ em 2012, o certo é que a partir de então registou-se uma estagnação no valor outstanding, tendo a sua importância, em percentagem do PIB, diminuído significativamente.

De igual forma, e no que respeita às emissões de valores mobiliários através da Bolsa, os dados disponíveis apontam para uma perda progressiva de importância deste “canal” no âmbito do financiamento das empresas. Com efeito, em 2018 ocorreu apenas uma IPO e uma SDO no mercado acionista português, registando-se entre 2010 e 2018 uma saída líquida acumulada de 11 empresas do mercado acionista português. Em resultado, no final de 2020 existiam apenas 54 empresas com ações cotadas em Bolsa, 40 das quais no mercado principal (Euronext Lisbon), tendo o mercado de dívida (i.e., obrigações) um número de emissões cotadas muito residual (175) e, na sua maioria, sem qualquer liquidez.

Em face do anterior, poder-se-á afirmar que os constrangimentos ao financiamento das empresas portuguesas têm uma natureza estrutural e resultam de um conjunto diversificado de fatores. Na realidade, se o modelo de governação de natureza familiar de quase 70% das empresas nacionais pode explicar alguma aversão das empresas nacionais aos processos de dispersão de capital em bolsa, também é verdade que a orientação do sistema bancário nacional no sentido do financiamento empresarial assente em crédito bancário também não é gerador de incentivos para que as empresas procurem fontes alternativas de financiamento. De igual forma, a reduzida poupança das famílias portuguesas, associada a uma modesta exposição dos investidores institucionais às empresas nacionais (em particular, na componente de títulos de capital), condiciona os níveis de liquidez do mercado de capitais e, desta forma, reduz o incentivo para que as empresas reduzam a sua dependência do financiamento bancário.

Atente-se, no entanto, que a problemática do financiamento das PME apresenta uma natureza transnacional ao nível europeu (em contraposição com o que acontece nos EUA), tendo o Parlamento Europeu e os Estados-Membros manifestado, ao longo dos últimos anos, o seu apoio à criação de uma União dos Mercados de Capitais (UMC).

Neste contexto, e atentos ao facto de subsistirem obstáculos a um mercado de capitais único, que permanecerão mesmo após a aplicação de todas as medidas legislativas já adotadas, a Comissão apresentou um novo plano que inclui 16 ações destinadas a assegurar a conclusão da UMC e com isto atingir os três objetivos: a) Apoiar uma recuperação económica ecológica, digital, inclusiva e resiliente, facilitando o acesso das empresas europeias ao financiamento; b) tornar a UE um espaço ainda mais seguro para o aforro e o investimento a longo prazo dos particulares; c) assegurar a integração dos mercados nacionais de capitais num verdadeiro mercado único.

Saliente-se que a recuperação económica da UE, em geral, e de Portugal, em particular, não será conseguida por “decreto”, nem tampouco através da intervenção exclusiva do Estado. Na realidade, o elemento central para uma recuperação rápida e robusta assenta na recuperação do tecido económico e produtivo só se fará se existir um verdadeiro mercado de capitais (bem como instrumentos alternativos de financiamento, nomeadamente o capital de risco), que permita assegurar, verdadeiramente, um financiamento saudável das empresas, garantindo, nomeadamente, que não se tente “capitalizar” as empresas com crédito.

## BIBLIOGRAFIA

Associação Portuguesa de Bancos – APB (2018), Princípios Orientadores a Observar, no Domínio da Concessão de Crédito, nas Comunicações entre Instituições de Crédito e Médias Empresas.

Banco de Portugal (2020), “Inquérito aos Bancos sobre os Mercados de Crédito”, inquérito de julho e outubro.

Boubakari e Feudjo (2010), Corporate Governance for the Best Financing Choices: An Empirical Study from Family Firms in Northern Cameroon, International Journal of Economics and Finance 2(2).

Comissão do Mercado de valores Mobiliários – CMVM (2017, 2018 e 2019), Relatório Sobre a Atividade de Capital de Risco.

Comissão Europeia (2020), Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: “Uma União dos Mercados de Capitais ao Serviço das Pessoas e das Empresas – Novo Plano de Ação”, Bruxelas.

Comissão Europeia (2015), Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões; “Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais”.

Deloitte (2018), Direct Lending Seizing Opportunity in an Uncertain World, Deloitte Alternative Lender Tracker Autumn 2018.

European Banking Authority (2020), Guidelines on Loan Origination and Monitoring.

European Banking Federation et al. (2017), High-level principles on feedback given by banks on declined SME credit applications.

Hermassi et al. (2015),

OCDE (2020), Mobilizar o Mercado de Capitais Português para o Investimento e Crescimento, Avaliação da OCDE do Mercado de Capitais em Portugal 2020, OECD Capital Market Series.

OCDE/INFE (2016, 2020), International Survey of Adult Financial Literacy.

Pordata (2020), Retrato de Portugal na Europa 2020.

PWC (2016), Inquérito Global sobre Empresas Familiares 2016.

Fontes de Informação Estatística

Autoridade de Seguros e Fundos de Pensões – ASF, [www.asf.com](http://www.asf.com)

Banco de Portugal (BdP), [www.bportugal.pt/QS/qswweb/Dashboards](http://www.bportugal.pt/QS/qswweb/Dashboards)

Instituto Nacional de Estatística - INE, [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

## ANEXOS

### Anexo 1

Principais Indicadores Económicos das Empresas não Financeiras, por forma jurídica, dimensão, setor de atividade e total (Dados Provisórios de 2019)

	Empresas		Pessoal ao serviço		Volume de negócios		VAB		Gastos com o pessoal		Excedente bruto de exploração	
	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19
	Nº	%	Nº	%	10 <sup>3</sup> Euros	%						
Total das empresas não financeiras	1 314 088	2,8	4 214 548	3,8	412 703 701	4,0	104 366 419	5,8	61 848 508	8,5	42 633 798	2,2
<i>Forma jurídica</i>												
Empresas individuais	877 391	1,5	967 183	1,6	16 411 184	3,3	7 834 278	4,9	1 343 437	5,4	6 649 980	4,5
Sociedades	436 697	5,5	3 247 365	4,5	396 292 517	4,1	96 532 141	5,9	60 505 071	8,6	35 983 818	1,7
<i>Dimensão</i>												
PME	1 312 803	2,8	3 300 355	3,4	244 923 407	4,1	67 602 937	6,9	40 758 990	7,6	27 121 510	5,4
Grandes	1 285	7,2	914 193	5,4	167 780 294	3,9	36 763 482	3,9	21 089 518	10,3	15 512 288	-3,1
<i>Setor de atividade</i>												
Agricultura e pescas	132 949	0,0	207 288	3,5	7 865 033	5,6	2 170 829	11,0	1 193 027	8,8	1 494 685	8,6
Indústria e energia	76 193	1,8	802 673	1,4	124 053 912	1,0	28 837 200	1,7	15 333 035	5,6	13 439 158	-2,1
Construção e atividades imobiliárias	140 569	7,5	433 023	8,3	32 353 789	9,3	10 885 039	15,9	5 997 409	12,4	4 503 812	22,4
Comércio	220 468	1,2	814 187	2,8	151 084 613	3,3	19 882 749	4,5	12 597 681	6,4	7 056 150	1,8
Transportes e armazenagem	28 696	12,1	184 637	5,2	23 068 433	5,5	7 785 580	3,3	4 792 413	7,0	3 054 469	-1,5
Alojamento e restauração	119 065	5,2	399 405	6,5	16 163 680	8,8	6 860 956	8,4	4 081 239	10,9	2 724 095	5,1
Informação e comunicação	21 017	9,9	121 844	9,6	14 148 058	9,3	6 660 499	10,5	4 050 653	22,6	2 564 298	-3,2
Outros serviços	575 131	2,0	1 251 491	3,0	43 966 184	7,5	21 283 568	6,3	13 803 051	8,4	7 797 131	1,6

Fonte: INE (2020)

### Anexo 2

Principais Indicadores Económicos das Sociedades não Financeiras, por forma jurídica, dimensão, setor de atividade e total (Dados Provisórios de 2019)

	Sociedades		Pessoal ao serviço		Volume de negócios		VAB		Gastos com o pessoal		Excedente bruto de exploração	
	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19
	Nº	%	Nº	%	10 <sup>3</sup> Euros	%						
Total das sociedades não financeiras	436 697	5,5	3 247 365	4,5	396 292 517	4,1	96 532 141	5,9	60 505 071	8,6	35 983 818	1,7
<i>Dimensão</i>												
PME	435 412	5,5	2 333 172	4,1	228 512 223	4,2	59 768 659	7,1	39 415 553	7,7	20 471 530	5,7
Grandes	1 285	7,2	914 193	5,4	167 780 294	3,9	36 763 482	3,9	21 089 518	10,3	15 512 288	-3,1
<i>Setor de atividade</i>												
Agricultura e pescas	17 771	2,9	83 212	9,2	5 855 696	7,1	1 437 334	12,5	1 021 800	9,3	715 081	11,1
Indústria e energia	43 549	1,8	761 457	1,4	123 218 083	1,0	28 497 506	1,6	15 224 342	5,6	13 209 778	-2,2
Construção e atividades imobiliárias	85 002	8,6	366 121	8,7	31 018 036	9,2	10 169 469	16,0	5 834 984	12,4	3 960 577	23,5
Comércio	100 408	1,9	666 137	3,3	145 787 853	3,3	18 994 583	4,7	12 312 037	6,4	6 461 748	1,9
Transportes e armazenagem	21 789	15,8	177 472	5,3	23 000 966	5,5	7 746 161	3,3	4 788 305	7,0	3 019 388	-1,6
Alojamento e restauração	43 214	5,5	305 566	7,2	14 051 863	9,8	5 615 256	9,6	3 866 245	11,4	1 701 469	6,0
Informação e comunicação	13 180	10,1	113 828	9,6	14 040 523	9,3	6 573 321	10,5	4 043 487	22,6	2 484 562	-3,7
Outros serviços	111 784	6,3	773 572	4,2	39 319 498	7,9	17 498 511	6,8	13 413 871	8,5	4 431 216	0,3

Fonte: INE (2020)

**Anexo 3**

**Principais Indicadores Económicos das Sociedades não Financeiras, por perfil exportador (Dados Provisórios de 2019)**

	Sociedades		Pessoal ao serviço		Volume de negócios		VAB		Gastos com o pessoal		Excedente bruto de exploração	
	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19	2019	TV. 18-19
	Nº	%	Nº	%	10 <sup>3</sup> Euros	%						
Total das sociedades não financeiras	436 697	5,5	3 247 365	4,5	396 292 517	4,1	96 532 141	5,9	60 505 071	8,6	35 983 818	1,7
<i>Dimensão</i>												
PME	435 412	5,5	2 333 172	4,1	228 512 223	4,2	59 768 659	7,1	39 415 553	7,7	20 471 530	5,7
Grandes	1 285	7,2	914 193	5,4	167 780 294	3,9	36 763 482	3,9	21 089 518	10,3	15 512 288	-3,1
<i>Setor de atividade</i>												
Agricultura e pescas	17 771	2,9	83 212	9,2	5 855 696	7,1	1 437 334	12,5	1 021 800	9,3	715 081	11,1
Indústria e energia	43 549	1,8	761 457	1,4	123 218 083	1,0	28 497 506	1,6	15 224 342	5,6	13 209 778	-2,2
Construção e atividades imobiliárias	85 002	8,6	366 121	8,7	31 018 036	9,2	10 169 469	16,0	5 834 984	12,4	3 960 577	23,5
Comércio	100 408	1,9	666 137	3,3	145 787 853	3,3	18 994 583	4,7	12 312 037	6,4	6 461 748	1,9
Transportes e armazenagem	21 789	15,8	177 472	5,3	23 000 966	5,5	7 746 161	3,3	4 788 305	7,0	3 019 388	-1,6
Alojamento e restauração	43 214	5,5	305 566	7,2	14 051 863	9,8	5 615 256	9,6	3 866 245	11,4	1 701 469	6,0
Informação e comunicação	13 180	10,1	113 828	9,6	14 040 523	9,3	6 573 321	10,5	4 043 487	22,6	2 484 562	-3,7
Outros serviços	111 784	6,3	773 572	4,2	39 319 498	7,9	17 498 511	6,8	13 413 871	8,5	4 431 216	0,3

Fonte: INE (2020)

**Anexo 4**

**Medidas para Apoiar uma Recuperação Económica, Ecológica, Digital, Inclusiva e Resiliente, facilitando o Acesso das Empresas Europeias ao Financiamento.**

Preocupação da Comissão Europeia	Enquadramento da Ação	Ação
<p>O dinamismo da recuperação económica pós-Covid-19 dependerá, de forma crucial, da disponibilidade de financiamento suficiente para as empresas da UE.</p> <p>No entanto, o acesso a determinadas formas de financiamento, como por exemplo, aos mercados acionistas, continua limitado.</p>	<p>Aumentar a visibilidade das empresas face aos investidores a nível fronteiriços, integrar melhor os mercados de capitais nacionais e facilitar o acesso ao financiamento do mercado</p> <p>O enquadramento normativo deverá estabelecer o devido equilíbrio entre, por um lado, a apresentação de informações pertinentes aos investidores sobre as oportunidades de investimento e, por outro, a minimização dos encargos que isso acarreta para as empresas.</p>	<p>Ação n.º 1 - A comissão proporá a criação de uma plataforma á escala da UE (ponto de acesso único europeu) que proporcione aos investidores um acesso sem descontinuidade a informações financeiras e em matéria de sustentabilidades sobre as empresas.</p>
<p>A cotação pública é demasiado complexa e onerosa, nomeadamente para as PME</p>	<p>A simplificação articulada em torno das regras vigentes neste domínio reduzirá os custos de conformidade para as PME e eliminará um obstáculo significativo que entrava o acesso aos mercados acionistas.</p>	<p>Ação n.º 2 – Para promover e diversificar o acesso das pequenas empresas ao financiamento, a Comissão procurará simplificar as regras de cotação aplicáveis nos mercados acionistas.</p>
<p>As PME continuam a ter dificuldade no acesso a financiamento de longo prazo.</p>	<p>É necessário continuar a apoiar os instrumentos que canalizam o financiamento para os projetos de investimento de longo prazo. Os fundos europeus de investimento a longo prazo (FEILP) constituem instrumentos especializados que proporcionam esse financiamento de LP às sociedades não cotadas, às PME cotadas, bem como aos projetos no domínio das infraestruturas sociais, dos transportes e da energia sustentável..</p>	<p>Ação n.º 3 – A Comissão irá reexaminar o quadro legislativo aplicável aos fundos europeus de investimento de longo prazo, a fim de orientar um maior financiamento de longo prazo para as empresas e os projetos de infraestruturas, nomeadamente aqueles que contribuem para o objetivo de um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo.</p>

Preocupação da Comissão Europeia	Enquadramento da Ação	Ação
<p>As seguradoras figuram entre os maiores investidores institucionais, mas ao longo dos últimos quinze anos, têm vindo a reduzir as suas carteiras de ativos de longo prazo, continuando a percentagem dos seus investimentos na economia real e nas infraestruturas a ser limitada.</p>	<p>A recapitalização das estruturas de financiamento deverá colocar as empresas da UE numa base estruturalmente sólida e contribuir para evitar uma dependência excessiva face ao endividamento, o que pode criar problemas de financiamento para as empresas no futuro. Incentivar a realização de um maior número de investimentos de longo prazo por parte dos investidores institucionais será decisivo para apoiar a recapitalização do setor empresarial.</p>	<p>Ação n.º 4 – A Comissão visará eliminar os obstáculos regulamentares que dificultam o investimento de longo prazo pelas seguradoras, sem comprometer a estabilidade financeira e a proteção dos tomadores de seguros. Procurará igualmente prever um tratamento prudencial adequado dos investimentos de longo prazo em fundos próprios de PME pelos bancos. Além disso, avaliará as possibilidades de promover atividades em matéria de criação de mercados pelos bancos e outras empresas financeiras.</p>
<p>Atualmente, se um banco recusar um empréstimo a uma PME, tem de fundamentar essa recusa se a PME o solicitar. Contudo, não existe possibilidade de o Banco apresentar à PME fontes alternativas de financiamento.</p>	<p>Graças à sua alargada base de clientela, os bancos podem desempenhar um papel ainda mais importante no quadro da mobilização de fundos a favor das empresas, para além da concessão de empréstimos tradicionais ou de participações no capital. Quando os bancos não puderem ou quiserem conceder crédito, podem em vez disso orientar as PME para fontes alternativas de financiamento.</p>	<p>Ação n.º 5 – A Comissão avaliará as vantagens e a viabilidade de impor aos bancos a obrigação de orientar as PME, cujo pedido de réditos tenham recusado, para fontes alternativas de financiamento.</p>
<p>O sobreaquecimento e a complexidade excessiva dos mercados de titularização de créditos contribuíram de forma decisiva para a crise financeira de 2007, conduzindo a que este instrumento passasse a ser negativamente avaliado pelos investidores.</p>	<p>Os mercados de capitais podem igualmente ajudar os bancos a intensificar a sua capacidade de concessão de crédito à economia. Os bancos podem ceder uma parte dos seus empréstimos aos investidores institucionais, transformando-os em títulos negociáveis.</p>	<p>Ação n.º 6 – No intuito de desenvolver o mercado de titularização na UE, a Comissão irá reexaminar o atual quadro regulamentar aplicável neste domínio, a fim de reforçar a concessão de crédito pelos bancos às empresas da UE, em especial às PME.</p>

Fonte: Comissão Europeia (2020)

**Anexo 5**

**Tornar a UE um Espaço ainda mais Seguro para o Aforro e o Investimento a Longo Prazo dos Particulares.**

Preocupação da Comissão Europeia	Enquadramento da Ação	Ação
<p>A literacia financeira é uma competência essencial para tomar boas decisões em matéria de finanças pessoais, mas inúmeras pessoas não dominam este tipo de conhecimento.</p>	<p>Uma sólida literacia financeira cria os alicerces para a tomada de boas decisões pelos particulares e para o seu bem-estar financeiro. Os particulares que dispõem destas competências no domínio financeiro são também mais suscetíveis de tirar partido das possibilidades proporcionadas pelos mercados de capitais, nomeadamente em matérias de investimentos sustentáveis.</p>	<p>Ação n.º 7 - A Comissão procederá a uma avaliação da viabilidade de elaborar um quadro europeu de competências financeiras. Ponderará também a possibilidade de impor aos Estados-Membros a obrigação de promoverem medidas de aprendizagem que apoiem a educação financeira, em especial no que se refere a investimentos responsáveis e a longo prazo.</p>
<p>Apesar de existirem normas da UE que protegem os pequenos investidores, o certo é que os documentos elaborados ao abrigo das diferentes regulamentações são longos, complexos, suscetíveis de induzir em erro e incoerentes, não fornecendo aos pequenos investidores uma boa base para as suas decisões. Estes documentos podem igualmente resultar numa sobrecarga de informação para os investidores sofisticados, que podem não ter necessidade das mesmas informações e garantias que os investidores inexperientes. De igual forma, os consultores financeiros, apesar do papel fundamental como guardiões do sistema financeiro, apresentam qualificações e competências que continuam a divergir consoante o Estado-Membro.</p>	<p>Os pequenos investidores devem ter um enquadramento legal que os proteja, mas o mesmo deve ser claro e compreensível de forma a servirem como base adequada para as decisões de investimento. A aplicação de um quadro normativo protetor semelhante aos investidores sofisticados, sobrecarrega o processo de decisão e torna-se desnecessariamente onerosa para os prestadores dos serviços financeiros reduzindo a eficiência do processo de decisão. O estabelecimento ou melhoria de determinadas normas deontológicas aplicadas aos consultores financeiros dos diferentes Estados-Membros, permite melhorar a confiança dos investidores individuais e assegurar a igualdade das condições de concorrência para os prestadores de mercado que prestam aconselhamento.</p>	<p>Ação n.º 8 – A Comissão avaliará as normas aplicáveis no domínio dos incentivos e da divulgação de informações e, caso necessário, proporá a alteração do quadro normativo existente para que os pequenos investidores recebam um aconselhamento adequado, bem como informações claras e comparáveis sobre os produtos. Proporará também meios de reduzir a sobrecarga de informação para os pequenos investidores com experiência, sem prejuízo das salvaguardas adequadas. Por último, procurará melhorar o nível de qualificações profissionais dos consultores na EU e avaliará a viabilidade de criar um rótulo pan-europeu para os consultores financeiros.</p>
<p>A população da UE está a envelhecer e com uma esperança de vida cada vez maior, pelo que têm cada vez mais necessidade de investir a longo prazo, a fim de obterem um rendimento sustentável mais elevado, bem como rendimentos adequados para a sua reforma.</p>	<p>Apesar do produto individual de reforma pan-europeu (PIRPE) representar um instrumento relevante na proteção complementar, importa proporcionar aos Estados-Membros uma panorâmica mais abrangente da adequação dos seus sistemas de pensões, incentivando-os a colmatar lacunas e a partilhar as melhores práticas. O encorajamento dos particulares no sentido de complementarem as pensões públicas com poupança ao longo da vida, permitirá assegurar-lhes um rendimento mais adequado na idade de reforma e, simultaneamente, financiar o crescimento de longo prazo da economia real, bem como as suas transições ecológicas e digitais.</p>	<p>Ação n.º 9 – A Comissão facilitará a monitorização da adequação das pensões nos Estados-Membros através da elaboração de painéis de avaliação dessas pensões. Desenvolverá também melhores práticas para criar sistemas nacionais de acompanhamento para os cidadãos europeus. Por último, lançará um estudo para analisar as práticas de inscrição automática e poderá vir a analisar outras práticas destinadas a fomentar a participação em regimes complementares de pensões, com vista a desenvolver as melhores práticas para esses sistemas em todos os Estados-Membros.</p>

Fonte: Comissão Europeia (2020)

Anexo 6

Integrar os Mercados Nacionais de Capitais num Verdadeiro Mercado Único.

Preocupação da Comissão Europeia	Enquadramento da Ação	Ação
<p>A tributação pode constituir um grave obstáculo ao investimento transfronteiras. Neste tipo de investimento, verificam-se encargos que significativos em matérias de tributação que se devem a procedimentos divergentes, onerosos, morosos e propensos à fraude no que diz respeito a reembolso dos impostos retidos na fonte.</p>	<p>A redução dos encargos fiscais associados ao investimento transfronteira não exige forçosamente a harmonização dos códigos fiscais ou taxas de imposição. A melhoria dos processos de operacionalização da retenção na fonte em complemento às regras e princípios já existentes (i.e., treaty relief and compliance enhancement – TRACE) é a prioridade.</p>	<p>Ação n.º 10 - A fim de reduzir os custos para os investidores transfronteiras e prevenir a fraude fiscal, a Comissão irá propor um sistema comum, normalizado e à escala da EU para a retenção na fonte.</p>
<p>A acentuada divergência entre os regimes nacionais de insolvência constitui um obstáculo estrutural de longa data ao investimento transfronteiras.</p>	<p>A harmonização de determinados aspectos das normas nacionais em matéria de insolvência ou a sua convergência poderia reforçar a segurança jurídica. O acompanhamento regular dos regimes nacionais de insolvência permitiria comparar regimes e incentivar os países com menor desempenho a adotarem as melhores práticas.</p>	<p>Ação n.º 11 – A fim de tornar mais previsíveis os resultados dos processos de insolvência, a Comissão adotará uma medida legislativa ou não legislativa para assegurar uma harmonização mínima ou uma maior convergência em domínios específicos do direito de insolvência no setor não bancário. Além disso, em colaboração com a Autoridade Bancária Europeia (EBA), a Comissão irá ponderar as possibilidades de melhorar a comunicação de dados, a fim de permitir uma avaliação regular da eficiência dos regimes nacionais de execução de empréstimos.</p>
<p>Os europeus e, em especial, os jovens, desejam cada vez mais ter a oportunidade de se pronunciar sobre a forma de gestão das empresas. O exercício dos direitos de voto e a participação em assembleias gerais é muito difícil e oneroso, em particular para os pequenos investidores.</p>	<p>Deverá ser favorecida uma maior participação dos acionistas, facilitando a votação por parte de todos os investidores e tornando as ações empresariais mais eficientes, em especial num contexto transfronteiras.</p>	<p>Ação n.º 12 – A fim de facilitar a participação transfronteiras dos investidores, a Comissão irá ponderar introduzir uma definição europeia de “acionista” e clarificar e harmonizar em maior medida as regras que regem a interação entre investidores, intermediários e emitentes. Analisará igualmente os eventuais obstáculos nacionais à utilização de novas tecnologias digitais neste domínio.</p>
<p>O contexto europeu de pós-negociação permanece fragmentado em função das fronteiras nacionais, o que compromete o investimento transfronteiras.</p>	<p>A alteração das regras por força das quais as centrais de valores mobiliários (CVM) podem prestar serviços de liquidação transfronteiras, bem como as modalidades de funcionamento de passaporte transfronteiras para as CVM, é suscetível de contribuir para o desenvolvimento de um quadro de negociação de pós-negociação mais integrado na UE.</p>	<p>Ação n.º 13 – A Comissão irá ponderar a possibilidade de alterar as regras para melhorar a prestação transfronteiras de serviços de liquidação na UE.</p>
<p>Um verdadeiro mercado único não pode existir sem uma visão integrada da negociação na UE.</p>	<p>Um sistema de informação consolidada proporcionará dados consolidados sobre os preços e volume de valores negociados na EU, melhorando a transparência global dos preços em todas as plataformas de negociação, incrementando a concorrência entre estas últimas.</p>	<p>Ação n.º 14 – A Comissão irá propor a criação de um sistema de informação consolidada, eficaz e completo, no domínio da pós-negociação para as ações e instrumentos financeiros comparáveis.</p>

Preocupação da Comissão Europeia	Enquadramento da Ação	Ação
<p>A confiança dos investidores nas regras que protegem os seus investimentos transfronteiras, bem como na aplicação efectiva destas regras, é fundamental para incentivar a investir noutro Estado-Membro.</p>	<p>Uma proteção mais coerente do investimento face às medidas estatais irá apoiar a livre circulação dos investimentos em toda a Europa e contribuir para o financiamento da retoma.</p>	<p>Ação n.º 15 – A Comissão irá propor o reforço do quadro destinado a proteger e a facilitar o investimento na UE.</p>
<p>Impõe-se uma supervisão verdadeiramente integrada e convergente, a fim de garantir condições de concorrência realmente equitativas para todos os intervenientes no mercado. Trata-se de uma condição indispensável para o bom funcionamento da UMC.</p>	<p>As autoridades de supervisão nacionais e europeias devem dispor dos instrumentos, das competências e dos poderes adequados para supervisionar cadeias de valor e estruturas de grupo complexas, bem como investigar eventuais casos de fraude ou abuso.</p>	<p>Ação n.º 16 – A Comissão desenvolverá esforços no sentido de reforçar o conjunto único de regras aplicáveis aos mercados de capitais, avaliando a necessidade de uma maior harmonização das normas da UE e de acompanhamento dos progressos realizados no sentido da convergência em matéria de supervisão. Fará o balanço dos progressos alcançados no quarto trimestre de 2021 e considerará a possibilidade de propor medidas para reforçar a coordenação da supervisão ou a supervisão direta pelas Autoridades Europeias de Supervisão.</p> <p>A Comissão irá também avaliar cuidadosamente as implicações do processo Wirecard para a regulamentação e a supervisão dos mercados de capitais da UE e intervirá para colmatar quaisquer lacunas identificadas no quadro jurídico da UE.</p>

Fonte: Comissão Europeia (2020)