Az Európai Unió Tanácsa

Brüsszel, 2026. április 27.
(OR. en, pt)

7576/26

Intézményközi referenciaszám: 2025/0382(COD)

EF 81
ECOFIN 361
CODEC 501
INST 109
PARLNAT 49
ECB

FEDŐLAP

Küldi:	a portugál nemzetgyűlés
Az átvétel dátuma:	2026. március 16.
Címzett:	az Európai Unió Tanácsának elnöke
Tárgy:	Javaslat – AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS IRÁNYELVE a tőkepiaci integráció és felügyelet Unión belüli továbbfejlesztése tekintetében a 2009/65/EK, a 2011/61/EU és a 2014/65/EU irányelv módosításáról [16347/25 – COM(2025)942 final] – Vélemény a szubszidiaritás és az arányosság elvének alkalmazásáról

Mellékelten továbbítjuk a delegációknak a portugál nemzetgyűlés által a fenti tárgyban adott véleményt[1].

[1] A vélemény fordítása(i) elérhető(k) lehet(nek) az európai uniós parlamentközi információcsere weboldalán (IPEX) a következő címen: https://secure.ipex.eu/IPEXL-WEB/document/COM-2025-0942.

Parecer

COM(2025)942
Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE no respeitante ao aprofundamento da integração e supervisão dos mercados de capitais na União

Autor: Deputado

Rui Tavares (L)

ÍNDICE

PARTE I - NOTA INTRODUTÓRIA

PARTE II - CONSIDERANDOS

PARTE III - PARECER

PARTE IV - ANEXOS

PARTE I – NOTA INTRODUTÓRIA

Nos termos do artigo 7.º da Lei nº 43/2006, de 25 de agosto, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia (UE), com as alterações introduzidas pelas Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, pela Lei n.º 18/2018, de 2 de maio, pela Lei n.º 64/2020, de 2 de novembro e pela Lei n.º 44/2023, de 14 de agosto, bem como da Metodologia de escrutínio das iniciativas europeias aprovada em 1 de março de 2016, a Comissão de Assuntos Europeus recebeu a **Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE no respeitante ao aprofundamento da integração e supervisão dos mercados de capitais na União (COM(2025)942)**.

A supra identificada iniciativa foi sinalizada à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública (COFAP), comissão competente em razão da matéria, a qual procedeu à análise da proposta, elaborou e aprovou o respetivo relatório, que se anexa ao presente parecer e dele faz parte integrante.

PARTE II – CONSIDERANDOS

1 - A presente iniciativa diz respeito à Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE no respeitante ao aprofundamento da integração e supervisão dos mercados de capitais na União (COM(2025)942).

2 - A proposta de Diretiva insere-se no esforço de revitalização da economia europeia e de reforço da sua competitividade e autonomia estratégica, cujo diagnóstico foi traçado pelos Relatórios Letta e Draghi, identificando a fragmentação do mercado interno e a insuficiente capacidade de financiamento próprio como obstáculos estruturais ao crescimento. Em resposta, a Comissão Europeia definiu, nas suas Orientações Políticas para 2024-2029 e na Bússola para a Competitividade, um plano abrangente de reformas para explorar o potencial do mercado único. É neste quadro que a Comissão apresentou, em março de 2025, a estratégia para a União da Poupança e dos Investimentos - um instrumento central para mobilizar as poupanças das cidadãs e dos cidadãos europeus, canalizar o investimento produtivo e aprofundar a integração dos mercados de capitais da União.

3 - A iniciativa em apreço incide sobretudo na integração dos mercados de capitais, na obtenção de ganhos de escala e na promoção de uma supervisão mais eficiente, incidindo sobre os obstáculos decorrentes da falta de harmonização das regras e das abordagens de supervisão da UE, que resultam na fragmentação e no desempenho insuficiente dos mercados de capitais nos três domínios essenciais da negociação, da pós-negociação e da gestão de ativos.

4 - A proposta identifica como problema central a fragmentação regulatória resultante das diferenças nas abordagens regulamentares, que refletem o uso de discricionariedades na transposição e interpretação das diretivas da UE, bem como as divergências de abordagem em matéria de supervisão. Esta fragmentação impede os participantes nos mercados de beneficiarem plenamente das economias de escala; e ao mesmo tempo em que aumenta os custos e atrasa o tempo de colocação no mercado, também restringe a oferta de produtos e serviços financeiros, tornando, por isso, a UE num destino pouco atrativo para o investimento.

5 - No domínio da gestão de ativos, o quadro regulatório em vigor apresenta três lacunas estruturais que limitam o funcionamento do mercado único. Em primeiro lugar, os

Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) não podem designar um depositário noutro Estado-Membro que não o da sua constituição, ao contrário dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA), que o podem fazer, mas apenas em condições muito restritas. Esta regra gera uma concentração dos serviços de depositário nos Estados-Membros com setores financeiros mais desenvolvidos, aumentando comissões e reduzindo a qualidade dos serviços nos mercados mais pequenos. Em segundo lugar, o quadro regulatório não reconhece a existência de grupos de gestão de ativos, obrigando cada sociedade gestora ou GFIA a cumprir individualmente os requisitos de organização, mesmo quando fazem parte do mesmo grupo empresarial. Em terceiro lugar, a delegação de tarefas dentro do mesmo grupo é tratada da mesma forma que a delegação a entidades terceiras externas, impondo obrigações de diligência, acompanhamento e supervisão que se revelam desnecessárias no contexto intragrupo. Em conjunto, estas limitações favorecem a concentração de OICVM e Fundos de Investimento Alternativos (FIA) num pequeno número de Estados-Membros com mercados financeiros de maior dimensão e maturidade, restringindo o desenvolvimento do setor dos fundos de investimento nos restantes.

6 - No domínio da supervisão, a proposta identifica dois problemas principais: (i) a supervisão das entidades financeiras é, em grande medida, realizada a nível nacional, resultando num panorama fragmentado que cria obstáculos às atividades transfronteiriças, devido às divergências na aplicação da legislação da UE e às diferenças entre as práticas, abordagens e requisitos de supervisão de cada Estado-Membro; (ii) a UE dispõe de poderes e instrumentos limitados para fazer aplicar de forma coerente as suas regras e adotar uma abordagem unificada de supervisão do mercado único: os instrumentos de convergência supervisora da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), que são utilizados de forma esporádica e inconsistente, têm limitações processuais inerentes e carecem de caráter vinculativo, o que os torna pouco efetivos na correção das divergências entre as práticas nacionais de supervisão.

7 - A iniciativa sublinha igualmente a importância da evolução tecnológica no setor financeiro, onde os obstáculos regulamentares estão a dificultar a adoção de tecnologias de nova geração, nomeadamente a Tecnologia de Registo Distribuído (DLT) - da qual a

blockchain é o exemplo mais conhecido -, e a tokenização de instrumentos financeiros, ou seja, a representação digital de ativos reais ou financeiros em sistemas baseados em DLT. Estas tecnologias têm potencial para aumentar a eficiência operacional, reduzir custos de transação, melhorar a transparência e alargar o acesso dos investidores. A proposta não cria um quadro regulatório novo de raiz: o regime-piloto DLT já se encontra em vigor, mas necessita de ter o seu âmbito e escala alargados. Paralelamente, a legislação aplicável à pós-negociação deve ser tornada mais neutra do ponto de vista tecnológico, de forma a acomodar estas inovações sem comprometer os objetivos de gestão de risco e de proteção dos investidores.

8 - O objetivo geral da presente proposta é melhorar o funcionamento do mercado único dos serviços financeiros, tornando os mercados de capitais da União Europeia mais integrados, eficientes e atrativos, em benefício dos investidores, das empresas e da economia em geral. Para o efeito, a proposta assenta em quatro metas:

- integrar os mercados e gerar ganhos de escala, eliminando barreiras regulamentares e operacionais nos segmentos de negociação, pós-negociação e gestão de ativos;
- harmonizar e reforçar a supervisão, centralizando a supervisão direta na Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) para as infraestruturas de maior relevância transfronteiriça e reforçando o seu papel de coordenação na supervisão de fundos de investimento e gestores de ativos;
- promover a inovação financeira, removendo obstáculos ao uso da Tecnologia de Registo Distribuído (DLT) e da tokenização, através do alargamento do regime-piloto DLT e da adaptação tecnologicamente neutra da legislação pós-negociação;
- simplificar o quadro legislativo, harmonizando disposições dispersas, transferindo regras de diretivas para regulamentos e eliminando discricionariedades nacionais injustificadas.

9 - Nesse sentido, a presente diretiva não é uma iniciativa isolada, integrando-se antes num pacote legislativo composto por três propostas complementares e concebidas para funcionar de forma coerente. A primeira é a presente diretiva-quadro, que altera a Diretiva OICVM - Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (2009/65/CE), a Diretiva GFIA - Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (2011/61/UE) e a Diretiva MiFID II - Mercados de Instrumentos Financeiros

(2014/65/UE). A segunda é um regulamento-quadro que altera vários outros atos legislativos em vigor no domínio dos mercados de capitais. A terceira é um regulamento relativo ao carácter definitivo da liquidação, que altera a Diretiva Garantia Financeira e revoga a atual Diretiva Carácter Definitivo da Liquidação, modernizando e simplificando o enquadramento da liquidação de operações financeiras na União.

10 - A presente iniciativa é coerente com um conjunto alargado de outras políticas da União Europeia, com as quais se articula e reforça mutuamente. No plano da competitividade e do mercado único, a proposta alinha-se com a Bússola para a Competitividade, com a estratégia para o Mercado Único e com a estratégia de apoio às empresas em fase de arranque e expansão. No plano da simplificação administrativa, complementa a comunicação «Uma Europa mais simples e mais rápida». No plano tecnológico, é coerente com a estratégia de financiamento digital da Comissão, que promove a adoção de novas tecnologias nos serviços financeiros. Por fim, a proposta articula-se igualmente com as iniciativas sobre pensões complementares, literacia financeira e participação de investidores não profissionais nos mercados de capitais, bem como com o 28.º regime (que visa criar um quadro jurídico europeu único e opcional para as empresas, coexistindo com os 27 regimes nacionais) e com as medidas de apoio ao financiamento da economia real.

11 - Assim, a Comissão realizou uma avaliação de impacto para comparar diferentes opções de intervenção. A opção preferida (designada «Opção 2») foi escolhida por oferecer um equilíbrio adequado entre ambição e proporcionalidade: harmoniza as regras de negociação, pós-negociação e gestão de ativos, reforça os instrumentos de convergência supervisora e introduz supervisão direta da UE para as infraestruturas mais importantes, como as plataformas de negociação e os prestadores de serviços de criptoativos. Foi afastada a «Opção 3», mais abrangente, por implicar custos desproporcionados face aos benefícios esperados e por ser menos coerente com outras iniciativas legislativas em curso. A avaliação de impacto recebeu apreciação positiva do Comité de Controlo da Regulamentação - órgão independente da Comissão Europeia responsável por verificar a qualidade das avaliações de impacto -, após revisão.

12 - A proposta respeita os direitos fundamentais consagrados na Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia, nomeadamente: o direito de exercer uma atividade profissional em qualquer Estado-Membro (artigo 15.º, n.º 2); a liberdade de empresa

(artigo 16.º); o direito de propriedade (artigo 17.º); o acesso a serviços de interesse económico geral (artigo 36.º); e a proteção dos consumidores (artigo 38.º).

13 - Do ponto de vista da **adequação da regulamentação e da simplificação,** a presente iniciativa contribui para simplificar o quadro regulatório e reduzir os encargos administrativos das empresas que operam nos mercados de capitais. Para o efeito, algumas das regras atualmente previstas em diretivas passam a constar de regulamentos e, pretende-se ainda que sejam eliminados requisitos nacionais adicionais que não têm justificação suficiente, bem como mecanismos de supervisão sobrepostos e redundantes. O resultado esperado é uma maior segurança jurídica para investidores e emitentes, custos de conformidade mais baixos e um quadro regulatório mais previsível e coerente em toda a UE.

14 - Quanto à **incidência orçamenta**l, a presente diretiva não tem impacto financeiro autónomo no Orçamento da UE, sendo que o impacto financeiro e orçamental do pacote legislativo no qual se insere encontra-se detalhado na ficha legislativa e financeira anexa ao regulamento-quadro que integra o mesmo pacote. Estima-se que os custos de execução recairão principalmente sobre as infraestruturas de mercado e as autoridades nacionais de supervisão, em resultado da adaptação aos novos requisitos harmonizados. Para tal, reconhece-se que a ESMA necessitará de recursos adicionais e do desenvolvimento das suas infraestruturas para o exercício das novas competências de supervisão direta, sendo que esses custos serão financiados por taxas cobradas às entidades supervisionadas, por fundos da UE e por contribuições dos Estados-Membros, na proporção de 50% cada. Espera-se que todos estes custos sejam compensados, a médio prazo, pelos ganhos de eficiência e simplificação decorrentes da integração dos mercados.

15 - Note-se ainda que o relatório elaborado pela COFAP, embora reconhecendo a pertinência dos seus objetivos de integração dos mercados de capitais, identifica as seguintes preocupações: o risco de centralização excessiva da supervisão na ESMA com impacto nas competências nacionais; a necessidade de garantir que a simplificação regulatória não reduz a proteção dos investidores nem as exigências prudenciais; o risco de favorecimento dos grandes operadores financeiros em detrimento das entidades de menor dimensão; e a ausência de avaliação suficiente do impacto diferenciado nos Estados-Membros com mercados financeiros menos desenvolvidos. Sublinha-se, ainda, que o aprofundamento da integração dos mercados de capitais deva ocorrer de forma

equilibrada, salvaguardando a coesão económica europeia e a proteção efetiva dos investidores.

Atentas as disposições da presente iniciativa, cumpre suscitar as seguintes questões:

a) Base Legislativa

A presente iniciativa tem por base os artigos 114.º e 53.º, n.º 1, do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE). O artigo 114.º habilita o Parlamento Europeu e o Conselho a adotar medidas de harmonização necessárias ao estabelecimento e funcionamento do mercado interno. O artigo 53.º, n.º 1, constitui a base jurídica das Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE, regulando o acesso e exercício de atividades de investimento e serviços financeiros.

b) Princípio da Subsidiariedade

A presente proposta respeita o princípio da subsidiariedade consagrado no n.º 3 do artigo 5.º do Tratado da União Europeia.

A regulamentação dos serviços de investimento e das regras aplicáveis aos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM) e aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (GFIA) encontra-se há muito estabelecida a nível europeu, dado que os seus objetivos - eliminar a fragmentação dos mercados, assegurar a estabilidade financeira e proteger os investidores - têm natureza intrinsecamente transnacional. As divergências na transposição das diretivas em vigor pelos Estados-Membros criam obstáculos que não podem ser resolvidos de forma eficaz por iniciativas nacionais isoladas e descoordenadas, sendo necessária uma intervenção ao nível da União para promover a prestação contínua de serviços financeiros transfronteiriços e avançar na integração dos mercados de capitais.

c) Princípio da Proporcionalidade

A presente proposta respeita igualmente o princípio da proporcionalidade consagrado no n.º 4 do artigo 5.º do Tratado da União Europeia, não excedendo o necessário para alcançar os seus objetivos.

A iniciativa limita-se, essencialmente, a suprimir requisitos existentes que criam obstáculos desnecessários ao mercado único, sem introduzir novas obrigações para os operadores. As medidas propostas são adequadas, porque se dirigem especificamente às barreiras identificadas; necessárias, porque não existe alternativa menos onerosa capaz de produzir os mesmos resultados; e, proporcionais em sentido estrito, porque os benefícios esperados em termos de integração, eficiência e competitividade superam claramente os custos de adaptação. A escolha da diretiva como instrumento jurídico preserva ainda uma margem de flexibilidade para os Estados-Membros na transposição, assegurando o equilíbrio entre harmonização europeia e respeito pelas especificidades nacionais

PARTE III – PARECER

Em face dos considerandos expostos, a Comissão de Assuntos Europeus é de parecer que:

1 - A presente iniciativa não viola os princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade, pois os objetivos de integração dos mercados de capitais e de supervisão transfronteiriça exigem ação coordenada da União (artigo 114.º do TFUE), sendo as medidas limitadas à harmonização essencial dos regimes OICVM, GFIA e MiFID II, sem exceder o necessário para concretizar a União da Poupança e dos Investimentos.

2 - A presente iniciativa deve ser acompanhada quanto à centralização da supervisão na Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), com definição de critérios objetivos e consulta nacional vinculativa; à proteção dos investidores, com consagração de uma cláusula de não-regressão dos padrões prudenciais; à proporcionalidade para entidades financeiras de menor dimensão, evitando assimetrias face aos grandes operadores; e ao enquadramento da inovação baseada em Tecnologia de Registo Distribuído (DLT) e tokenização, com requisitos robustos de cibersegurança e resiliência operacional.

3 - Em relação à presente iniciativa o processo de escrutínio encontra-se concluído.

Assembleia da República, 12 de março de 2026.

O Deputado Autor do Parecer

(Rui Tavares)

A Presidente da Comissão

(Edite Estrela)

PARTE IV - ANEXOS

- Relatório da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

5.ª Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública

Relatório

COM (2025) 0942

Autor: Deputada Patrícia Almeida (CH)

Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE no respeitante ao aprofundamento da integração e supervisão dos mercados de capitais na União

ÍNDICE

PARTE I - CONSIDERANDOS

PARTE II - OPINIÃO DO DEPUTADO RELATOR

PARTE III - CONCLUSÕES

PARTE IV - NOTA TÉCNICA E OUTROS ANEXOS

PARTE I – CONSIDERANDOS

1. Nota Introdutória

Nos termos do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006, de 25 de agosto, alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, e pela Lei n.º 18/2018, de 2 maio, que regula o acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia, bem como da metodologia de escrutínio das iniciativas europeias, aprovada em 1 de março de 2016, a Comissão de Assuntos Europeus enviou à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública a **Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE no respeitante ao aprofundamento da integração e supervisão dos mercados de capitais na União**, atento o seu objeto, para efeitos de análise e elaboração do presente relatório, tendo sido nomeado relator em reunião ordinária da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública, realizada no dia 4 de fevereiro de 2026.

2. Enquadramento, motivação e objetivos da proposta

A proposta enquadra-se na estratégia da União Europeia para revitalizar a economia, reforçar a competitividade global e garantir maior autonomia estratégica, conforme destacado nos relatórios Draghi e Letta[1], nas orientações políticas da Comissão para 2024-2029 e na Bússola para a Competitividade. Neste contexto, a União da Poupança e dos Investimentos surge como elemento central para mobilizar poupanças, aumentar o investimento produtivo, integrar os mercados de capitais e apoiar o crescimento económico e o emprego. A urgência destas medidas foi amplamente reconhecida por

[1] Relatório de Enrico Letta sobre o futuro do mercado único. Disponível em:
Enrico Letta's Report on the Future of the Single Market - Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs
Mario Draghi, The Future of European Competitiveness, 2025:
The Draghi report on EU competitiveness

várias instituições europeias e organizações internacionais.

A iniciativa legislativa incide sobretudo na integração dos mercados de capitais, nos ganhos de escala e na supervisão eficiente, procurando superar a fragmentação resultante de diferenças regulamentares e de supervisão entre Estados-Membros. Essa fragmentação limita as atividades transfronteiriças, aumenta custos, reduz a oferta de produtos financeiros e diminui a atratividade da UE para o investimento. A proposta também destaca a importância de remover obstáculos à inovação tecnológica, nomeadamente ao uso de "DLT e tokenização"[2], que podem melhorar a eficiência dos serviços financeiros.

O objetivo geral é melhorar o funcionamento do mercado único de serviços financeiros, beneficiando investidores, empresas e a economia europeia. Para tal, estabelece quatro metas específicas:

1. Maior integração dos mercados e efeitos de escala, eliminando barreiras nos setores de negociação, pós-negociação e gestão de ativos.

2. Supervisão mais harmonizada e eficaz, com maior convergência europeia, possível centralização para entidades transfronteiriças relevantes e reforço do papel da ESMA[3].

3. Promoção da inovação financeira, removendo entraves regulamentares ao uso de novas tecnologias.

---

[2] **DLT (Distributed Ledger Technology)** é a tecnologia de registo distribuído, da qual a blockchain é o exemplo mais conhecido. Permite guardar e partilhar informação de forma descentralizada, sem depender de uma entidade única. Os registos são imutáveis, transparentes e seguros, reduzindo risco de fraude. Pode ser usada para negociação, liquidação de transações, registo de ativos financeiros e outros serviços. **Tokenização** é o processo de representar digitalmente um ativo real ou financeiro num sistema baseado em DLT. Um "token" pode representar, por exemplo, ações, obrigações, imóveis, fundos ou direitos económicos. Facilita a divisão de ativos em partes menores, aumentando o acesso dos investidores. Permite transações mais rápidas, baratas e automatizadas, muitas vezes com liquidação quase imediata. Em conjunto DLT é a infraestrutura tecnológica e Tokenização é a forma de usar essa infraestrutura para criar e negociar ativos digitais. Nos mercados financeiros da UE, estas tecnologias são vistas como uma forma de aumentar eficiência, reduzir custos, melhorar a transparência e estimular a inovação, desde que acompanhadas por regras que controlem os riscos.

[3] | European Securities and Markets Authority Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

4. Simplificação legislativa e redução de encargos administrativos, incluindo harmonização normativa e diminuição da sobrerregulação nacional.

O pacote legislativo inclui três propostas principais (regulamento-quadro, diretiva-quadro e regulamento sobre carácter definitivo da liquidação) e mantém coerência com a legislação existente dos serviços financeiros, preservando a estabilidade financeira, a proteção dos investidores e a integridade do mercado.

Por fim, a proposta articula-se com outras políticas da EU, nomeadamente competitividade, mercado único, financiamento digital, pensões, participação de investidores não profissionais e apoio à economia real, contribuindo para tornar os mercados de capitais europeus mais integrados, eficientes, inovadores e atrativos.

3. Base jurídica, subsidiariedade e proporcionalidade

- **Base jurídica**

O artigo 114.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE)[4] confere ao Parlamento Europeu e ao Conselho o poder de adotar medidas para harmonizar as disposições nacionais relativas ao estabelecimento e ao funcionamento do mercado interno. Este artigo permite igualmente à UE tomar medidas para eliminar os obstáculos existentes ao exercício das liberdades fundamentais e evitar o surgimento de tais obstáculos, nomeadamente os que possam impedir os operadores económicos, incluindo os investidores, de tirar pleno partido dos benefícios do mercado interno. O artigo 53.º, n.º 1, do TFUE (antigo artigo 47.º, n.º 2, do Tratado CE) constitui a base jurídica das Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE. Este artigo constitui a base jurídica adequada para as opções estratégicas escolhidas e para a conceção específica das regras

[4] Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (versão consolidada)

relativas ao acesso às atividades não assalariadas e ao seu exercício. O mesmo artigo é utilizado para regular os intermediários financeiros, os seus serviços e atividades de investimento. As melhorias propostas a estes quadros visam uma maior integração dos mercados nos setores da negociação e da gestão de ativos, assegurando simultaneamente uma supervisão global sólida dos riscos para a estabilidade financeira.

- **Subsidiariedade**

  A iniciativa em causa insere-se num domínio de competência exclusiva da União Europeia (UE), baseando-se a proposta em apreço no artigo 5.º do Tratado da União Europeia, segundo o qual a União só deve agir quando os objetivos não possam ser suficientemente alcançados pelos Estados-Membros isoladamente. A regulamentação dos serviços de investimento e dos organismos de investimento coletivo já está estabelecida a nível da UE, tendo sido concebida para lidar com objetivos intrinsecamente transnacionais, como a eliminação da fragmentação dos mercados, a proteção dos investidores e a estabilidade financeira.

  De acordo com a exposição de motivos da proposta, **o princípio da subsidiariedade é respeitado** porque os objetivos perseguidos, integração dos mercados de capitais, eliminação da fragmentação regulatória e promoção de serviços financeiros transfronteiriços, não podem ser alcançados de forma suficiente pelos Estados-Membros individualmente, exigindo intervenção coordenada ao nível da União Europeia.

- **Proporcionalidade**

  O Princípio da Proporcionalidade é um princípio geral do Direito da UE, consagrado no Artigo 5.º, n.º 4, do Tratado da União Europeia (TUE), e visa delimitar e enquadrar o exercício das competências da UE. Garante que as ações da União se limitem ao estritamente necessário para alcançar os objetivos estabelecidos nos Tratados.

  A verificação do cumprimento do princípio da proporcionalidade implica o cumprimento de três fases, todas elas satisfeitas pela proposta em análise:

1. Adequação (ou Idoneidade)
2. Necessidade (Proibição do Excesso)
3. Proporcionalidade em Sentido Estrito (ou Equilíbrio)

A proposta afirma, assim, que as alterações respeitam o artigo 5.º do Tratado da União Europeia e não excedem o necessário para atingir o objetivo de criar um mercado único de negociação e gestão de ativos, promovendo simultaneamente a liberdade de estabelecimento, a concorrência transfronteiriça e o bom funcionamento do mercado único.

Segundo a fundamentação apresentada, **o princípio da proporcionalidade está assegurado** porque a intervenção da UE se restringe ao mínimo necessário para remover obstáculos ao mercado único, harmonizar regras e melhorar a supervisão, sem introduzir exigências desproporcionadas para operadores ou Estados-Membros.

PARTE II - OPINIÃO DA DEPUTADA RELATORA

A deputada relatora, ao abrigo das disposições legais e regimentais[5] em vigor, é da seguinte opinião:

A presente proposta de diretiva integra-se na estratégia europeia de aprofundamento da União da Poupança e dos Investimentos, visando promover a integração dos mercados de capitais, reforçar a convergência da supervisão e eliminar obstáculos às atividades financeiras transfronteiriças. Do ponto de vista dos objetivos declarados, a iniciativa procura responder a problemas reais de fragmentação regulatória, custos acrescidos para investidores e empresas e limitada eficiência do mercado único financeiro.

[5] N.ºs 4 e 5 do artigo 139.º do RegimentoAR_Simples.pdf

No plano jurídico-institucional, a proposta apresenta fundamentos formais de conformidade com os princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade, ao sustentar que os objetivos perseguidos têm natureza intrinsecamente transnacional e que as medidas se limitam, essencialmente, à harmonização normativa e à remoção de entraves existentes. Todavia, importa sublinhar que o reforço do papel das autoridades europeias de supervisão, em particular da ESMA, bem como a transferência de competências de supervisão para o nível da União, suscitam legítimas reservas quanto ao equilíbrio entre integração do mercado único e preservação das competências regulatórias nacionais.

Do ponto de vista político-económico, a iniciativa poderá contribuir para maior mobilização de poupança, aumento do investimento produtivo e melhoria do acesso ao financiamento por parte das empresas europeias, incluindo pequenas e médias empresas. Contudo, subsistem riscos relevantes como a eventual centralização excessiva da supervisão financeira ao nível europeu, a redução da margem de adaptação das autoridades nacionais às especificidades dos respetivos mercados, a possibilidade de favorecimento de grandes operadores financeiros em detrimento de estruturas nacionais de menor dimensão e a insuficiente avaliação do impacto diferenciado nos Estados-Membros com sistemas financeiros menos desenvolvidos.

Acresce que a simplificação regulatória anunciada deverá ser acompanhada de garantias efetivas de proteção dos investidores, estabilidade financeira e prevenção de riscos sistémicos, sob pena de se traduzir apenas numa liberalização regulatória assimétrica.

Nestes termos, entende a deputada relatora que a proposta contém elementos potencialmente positivos no que respeita à integração do mercado de capitais e à redução de barreiras administrativas, mas levanta preocupações relevantes em matéria

de soberania regulatória, equilíbrio institucional e impacto económico diferenciado entre Estados-Membros.

Sem prejuízo do reconhecimento dos objetivos de integração dos mercados de capitais e de reforço da eficiência do mercado único financeiro, entende a deputada relatora que a proposta deve ser acompanhada de um conjunto de salvaguardas políticas e institucionais destinadas a garantir o equilíbrio entre integração europeia, proteção dos investidores e preservação das competências nacionais.

Em primeiro lugar, considera-se essencial introduzir limites claros à centralização de poderes de supervisão na Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), prevendo-se que a supervisão direta a nível europeu apenas ocorra em situações de efetiva relevância transfronteiriça e risco sistémico significativo, definidos com base em critérios objetivos. Deve ainda ser assegurada a revisão periódica dos poderes transferidos, com avaliação do seu impacto e possibilidade de ajustamento.

Em segundo lugar, importa reforçar o papel das autoridades nacionais competentes, estabelecendo mecanismos de consulta vinculativa e de cooperação reforçada nas decisões com impacto nos mercados domésticos, bem como procedimentos transparentes de resolução de conflitos institucionais que salvaguardem o princípio da proximidade regulatória.

Em terceiro lugar, a simplificação regulatória e a harmonização normativa não podem traduzir-se numa redução dos níveis de proteção dos investidores nem das exigências prudenciais essenciais, devendo ser consagrada uma cláusula de não-regressão e mecanismos de avaliação de impacto específicos sobre a estabilidade financeira e a defesa dos investidores, antes e após a implementação das medidas.

Em quarto lugar, deve prevenir-se a criação de vantagens estruturais para grandes operadores financeiros decorrentes de economias de escala regulatórias, assegurando-se proporcionalidade efetiva para intermediários e entidades de menor dimensão, bem como avaliação concorrencial contínua dos efeitos da integração do mercado.

Em quinto lugar, o regime de passaporte europeu de depositário, mencionado na iniciativa, deverá ser acompanhado de requisitos harmonizados de responsabilidade, capacidade operacional e mecanismos eficazes de supervisão e intervenção pelas autoridades nacionais sempre que estejam em causa interesses dos investidores locais, prevenindo riscos de arbitragem regulatória.

Em sexto lugar, a eliminação de discricionariedades nacionais deve admitir exceções estritamente delimitadas por razões de ordem pública financeira, designadamente em matéria de prevenção de fraude, branqueamento de capitais ou riscos sistémicos específicos, sujeitas a controlo europeu e natureza temporária.

Em sétimo lugar, o enquadramento da inovação tecnológica baseada em tecnologia de registo distribuído e tokenização deve incorporar exigências robustas de cibersegurança, resiliência operacional, interoperabilidade e mecanismos de suspensão automática em caso de incidentes, garantindo que a promoção da inovação não compromete a confiança no sistema financeiro.

Em oitavo lugar, a implementação das medidas deverá obedecer a um calendário faseado, com avaliação prévia de custos de supervisão europeia, transparência das taxas aplicáveis e apoio técnico adequado aos Estados-Membros com menor dimensão de mercado, evitando assim o agravamento de assimetrias no espaço europeu.

Por último, entende a deputada relatora que deve ser assegurada uma avaliação específica do impacto territorial e económico da proposta nos Estados-Membros com mercados financeiros menos desenvolvidos, de modo a garantir que o aprofundamento da integração contribui efetivamente para a coesão económica e não para a concentração de atividade financeira em poucos centros.

Nestes termos, a deputada relatora defende que o avanço da União dos Mercados de Capitais deve ocorrer de forma prudente, equilibrada e respeitadora das diferentes realidades nacionais, garantindo simultaneamente integração, estabilidade financeira e proteção efetiva dos investidores.

Assim, a deputada relatora considera que o escrutínio parlamentar deve prosseguir com especial atenção às matérias relativas à centralização da supervisão, à salvaguarda das competências nacionais, à proteção dos investidores e à avaliação concreta dos efeitos económicos da iniciativa, sem prejuízo de uma apreciação crítica quanto à real necessidade e proporcionalidade de algumas das soluções propostas.

PARTE III - CONCLUSÕES

1. Ao abrigo do disposto no n.º 2 do artigo 7.º da Lei n.º 43/2006 de 25 de agosto, alterada pela Lei n.º 21/2012, de 17 de maio, e pela Lei n.º 18/2018, de 2 maio, relativa ao "Acompanhamento, apreciação e pronúncia pela Assembleia da República no âmbito do processo de construção da União Europeia", a Comissão de Assuntos Europeus enviou à Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública a Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2011/61/UE e 2014/65/UE no respeitante ao aprofundamento da integração e supervisão dos mercados de capitais na União;

2. Após análise da proposta, conclui-se o seguinte:

   Princípio de subsidiariedade é respeitado porque os objetivos perseguidos não podem ser alcançados de forma suficiente pelos Estados-Membros individualmente, exigindo intervenção coordenada ao nível da União Europeia.

   Princípio da proporcionalidade é respeitado, uma vez que o objetivo estratégico proposto só pode ser conseguido através de uma ação europeia, não abrangendo matérias que não sejam da competência exclusiva da União Europeia, nem excedendo o necessário para cumprir os objetivos a alcançar.

3. A Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública dá, assim, por concluído, o escrutínio da presente iniciativa, devendo o presente Relatório ser remetido, para os devidos efeitos, à Comissão de Assuntos Europeus.

PARTE IV - NOTA TÉCNICA E OUTROS ANEXOS

À data da elaboração do presente relatório não existia Nota Técnica disponível, nem outros anexos.

Palácio de São Bento, 18 de fevereiro de 2026

A Deputada Autora do Relatório	O Presidente da Comissão
(Patrícia Almeida)	(Rui Afonso)