

maxyield
Clube dos pequenos acionistas

NOVA VISÃO PARA O MERCADO DE CAPITAIS

Contributos para o desenvolvimento do mercado

Associação registada na



Rua S. Nicolau, 13 - 5º
1100-547 Lisboa, Portugal
email: maxyield.cpa@gmail.com
<http://www.maxyield.info>

ÍNDICE

1	GLOSSÁRIO.....	4
2	SUMÁRIO EXECUTIVO	5
3	QUESTÃO PRELIMINAR.....	8
4	OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	9
4.1	EMITENTES ATUAIS	9
4.1.1	PSI.....	9
4.1.2	PSI GERAL.....	9
4.2	NOVOS EMITENTES	9
4.3	INICIATIVAS EMPRESARIAIS E INVESTIDORES QUALIFICADOS.....	11
4.4	PROMOÇÃO DE UMA INDÚSTRIA FINANCEIRA NACIONAL DE INVESTIMENTO COLETIVO.....	12
4.5	CAPACITAÇÃO DE GRUPOS ECONÓMICOS LISTÁVEIS.....	12
4.6	UM OLHAR DIFERENTE PARA O ESG	13
5	PROCURA DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	14
5.1	MERCADO DE RETALHO, TIPOLOGIA DAS ALOCAÇÕES E NOVO REGIME FISCAL	14
5.2	MERCADO DOMÉSTICO.....	14
5.2.1	APLICAÇÕES INDIVIDUAIS	14
5.2.2	APLICAÇÕES ATRAVÉS DE ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO	15
5.3	APLICAÇÕES INTERNACIONAIS	16
6	PROTEÇÃO DOS PEQUENOS INVESTIDORES E CORPORATE GOVERNANCE.....	17
6.1	SUPERVISÃO DO MERCADO E REGULAÇÃO ECONÓMICA.....	17
6.1.1	O PAPEL E IMPORTÂNCIA DA CMVM	17
6.1.2	REGULAÇÃO SETORIAL	17
6.2	CORPORATE GOVERNANCE.....	18
6.2.1	QUALIDADE DA INFORMAÇÃO AO MERCADO	18
6.2.2	MELHORIA DA RELAÇÃO DOS EMITENTES COM OS ACIONISTAS	18
6.2.3	PARTICIPAÇÃO DOS ACIONISTAS NAS ASSEMBLEIAS GERAIS.....	19
6.2.4	REPRESENTAÇÃO DOS PEQUENOS ACIONISTAS NOS ÓRGÃOS SOCIAIS	19
6.2.5	REMUNERAÇÃO ACIONISTA	19
6.2.6	REMUNERAÇÃO DOS CORPOS SOCIAIS	20

6.3	INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E NEGOCIAÇÃO	20
6.4	ELEVAÇÃO DA LITERACIA FINANCEIRA.....	21
6.5	REGULAMENTAÇÃO E DIREITO DAS SOCIEDADES	21
7	DESÍGNIO NACIONAL.....	23
8	ANEXOS.....	24
8.1	PERFIL DA APLICAÇÃO DA POUPANÇA FAMILIAR (STOCK DE CAPITAL).....	24
8.2	APLICAÇÃO DE PESSOAS SINGULARES NO MERCADO DE CAPITAIS.....	26
8.3	REFERENCIAL SOCIETÁRIO PARA ACESSO AO PSI	27
8.4	FORMA E NATUREZA DAS ASSEMBLEIAS GERAIS ANUAIS 2024 DO UNIVERSO PSI.....	28
8.5	UMA NOVA ABORDAGEM À FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS DE RETALHO.....	29
8.6	UMA VISÃO PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	32
	(Intervenção de Eduardo Almeida Catroga Economista e Ministro das Finanças do XII Governo Constitucional, na Conferência Anual 2014 da Maxyield)	
9	NOTA FINAL	45

1 GLOSSÁRIO

AICEP- Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal

ASF- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

APFIPP- Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios

CA- Conselho de Administração

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM- Código de Valores Mobiliários

EBF- Estatuto dos Benefícios Fiscais

EURONEXT- European Stock Market and Infrastructure

IPCG- Instituto Português de Corporate Governance

IPO- Initial Public offering

IRS- Imposto sobre os rendimentos das pessoas singulares

IRC- Imposto sobre os rendimentos das pessoas colectivas

FIM- Fundos de Investimento Mobiliário

KPI- Key Performance Indicators

M&A- Mergers and Acquisitions

OIC- Organismo de Investimento Colectivo

PPR- Plano Poupança Reforma

PSI- Portuguese Stock Index

TSR- Total Shareholder Return

2 SUMÁRIO EXECUTIVO

A Maxyield apresenta um conjunto integrado de sugestões e contribuições, para o desenvolvimento do mercado de capitais do país, com base nos *apports* das suas conferências anuais, diversos *e-TALKS*, no envolvimento ativo dos membros dos corpos sociais e propostas de mais de duas dezenas de associados, incorporados neste documento “Nova visão para o mercado de capitais”.

Para que a Oferta de Poupança Nacional sirva a Procura de Poupança pelas empresas nacionais, esta deve ser-lhe atractiva para conduzir a deslocação das suas aplicações externas para internas, e, nestas, no mercado de capitais das médias e grandes empresas familiares ou Grupos Económicos.

O desenvolvimento do mercado de capitais, envolve ações dirigidas à Oferta de Valores Mobiliários (VM), à Procura de VM, à Proteção dos Pequenos Investidores e Corporate Governance, num processo complexo, suportado por políticas públicas consistentes e coerentes ao longo do tempo.

Relativamente à Oferta de Valores Mobiliários, torna-se necessário melhorar a relação dos atuais emitentes com o mercado, promover condições de entrada para novos emitentes, criar grupos económicos listáveis com base nos investidores atuais e desenvolver uma indústria financeira nacional de investimento coletivo.

A melhoria da relação dos atuais emitentes com o mercado deve ter por base a qualidade da informação, graus de liquidez, níveis de free float, distorções de cotações, assimetrias de comunicação, omissões ao mercado, credibilidade corporativa, e relações com os acionistas sejam ou não qualificados.

A entrada de novos emitentes, exige um esforço em áreas de intervenção do Ministério de Estado e das Finanças e do Ministério da Economia, designadamente iniciativas empresariais através de ações dirigidas a ganhos de escala, a aumentos de dimensão empresarial, a fusões & aquisições, à transição geracional das empresas familiares e à promoção da abertura de capital das empresas familiares que almejem crescer, potenciando as fileiras económicas onde se inserem, e criação de clusters com capacidade de internacionalização.

Paralelamente, torna-se fundamental a criação de Grupos Económicos listáveis e a promoção de uma indústria financeira nacional de investimento coletivo, suscetível de enquadrar um sistema privativo de pensões, em complemento aos sistemas públicos de reformas e pensões, com significativa dimensão e ganhos de escala, para reduzir custos de adesão e permanência.

Salienta-se a importância de criação de mecanismos de auditoria e certificação da informação ESG, com base em KPI associados às políticas públicas nestas matérias e definição adequada das respetivas métricas.

É ainda premente, visitar a questão da supervisão pública da auditoria e regulação do mercado de auditoria, num contexto de integração da certificação da informação obrigatória de cariz financeiro, quantitativo e qualitativo, com a informação alusiva ao ESG.

Em relação à Procura de Valores Mobiliários, é sugerido um conjunto de iniciativas com particular incidência em sede do Ministério de Estado e das Finanças, merecendo referência a criação de mecanismos para incentivar o aumento da poupança das famílias e pessoas singulares, fomentando a sua aplicação preferencial no país, num contexto de aumento da dinâmica de crescimento potencial da economia portuguesa e reanimação do mercado de capitais de retalho.

A criação de um modelo fiscal neutro, aplicável ao mercado de capitais de retalho, baseado na simplicidade e abrangência geral, que não favoreça o recurso a exceções com incentivos ou isenções, tributando de forma distinta as aplicações individuais e as aplicações coletivas, é uma necessidade incontornável.

A eliminação total da dupla tributação, quer no mercado doméstico, quer no mercado internacional, assim como, a simplificação das exigências declarativas relativamente às aplicações individuais, são condições necessárias unanimemente reconhecidas.

O contributo da política fiscal, recomenda, ainda, a redução do esforço suportado pelos poupadores, sendo sugerida uma taxa liberatória de 15% para rendimentos de capitais e fixação da taxa especial em 20% aplicável aos incrementos patrimoniais, com eliminação das distorções que presentemente existem na tributação desta categoria de rendimentos.

No âmbito da Proteção dos Pequenos Investidores, é feita uma abordagem à regulação setorial e ao papel da CMVM, sendo de salientar a sugestão para criação de um sistema simples de registo prévio, na entidade supervisora, das plataformas aptas para a realização eficiente de Assembleias Gerais na versão telemática, que deve passar a obrigatória nas sociedades cotadas em mercado regulamentado.

Em matéria de Corporate Governance, propõe-se um conjunto integrado de medidas, identificadas com base na experiência e vivência de associados em Assembleias Gerais, e cuja implementação contribuirá para diversas melhorias na gestão corporativa, designadamente qualidade da informação aos acionistas, transparência da relação com os acionistas integrantes do free float, sistemas de avaliação do desempenho da gestão, processo de fixação das remunerações dos corpos sociais e remuneração acionista.

Paralelamente, é sugerido uma melhoria na actividade de intermediação financeira, cuja necessidade resulta da experiência vivida por associados da Maxyield.

A elevação da literacia financeira e sua extensão a programas de informação nas escolas, merecem uma indispensável abordagem, com identificação de itens específicos obrigatórios, relativamente às ações que venham a ser objeto de homologação e certificação pela CMVM, cujo processo se propõe, com premente aplicação a diversas finalidades.

Este trabalho ficaria incompleto, se não fossem identificadas áreas do direito económico, aplicável às sociedades anónimas, admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral, que merecem uma reflexão, designadamente o limite de emissão de obrigações, a conversão das obrigações em instrumentos mais básicos, as condições de realização das Assembleias Gerais e a apreciação geral da administração/fiscalização.

As contribuições apresentadas visam romper o círculo vicioso do mercado de capitais de retalho, marcado pela reduzida dimensão, estagnação evolutiva e rigidez estrutural, criando um futuro mais aberto ao mercado e ao desenvolvimento da economia portuguesa com menor recurso à dívida.

Finalmente e em coerência com o exposto , propomos um desígnio nacional para o mercado de capitais de retalho que se traduz na duplicação das aplicações das famílias e pessoas singulares no horizonte temporal dos próximos 10 anos, em contexto de mercado de capitais europeu e num quadro de aglutinação de esforços pelos stakeholders nacionais relevantes.

3 QUESTÃO PRELIMINAR

O presente documento, apresenta um conjunto integrado de contributos e sugestões, para desenvolvimento do mercado de capitais do país.

Procurou-se evitar os diagnósticos demasiado conhecidos e sucessivamente repetidos, sem impacto substantivo na captação de poupança das famílias e sua aplicação a médio e longo prazo em valores mobiliários.

A inversão do baixo ritmo de crescimento económico do país exige uma disrupção, através do aumento da produtividade, da capitalização das médias e grandes empresas e do reforço qualitativo da sua internacionalização.

Este processo não pode ser desenvolvido de forma eficaz, sem o funcionamento eficiente dum mercado de capitais, que disponibilize meios financeiros, indispensáveis ao financiamento empresarial.

Paralelamente, o funcionamento eficiente do mercado de capitais, oferece a possibilidade de níveis estáveis e adequados de remuneração da poupança familiar e aplicações dos investidores em valores mobiliários.

As aplicações em valores mobiliários das famílias e pessoas singulares no mercado de capitais de retalho, são de reduzida dimensão, atingindo presentemente 52 mil milhões de €, cujo valor se encontra estabilizado, e sujeito a uma estrutura rígida e desequilibrada.

Por estas razões, sem a preocupação de esgotar o tema, apresenta-se um conjunto de contributos, envolvendo a Oferta e a Procura de Valores Mobiliários, bem como a Proteção dos Pequenos Investidores e o *Corporate Governance*.

Deste modo, transmite-se uma relação de 115 contributos, inseridos de forma sequencial e temática nas páginas 9 a 22 do presente documento, cuja concretização permite construir um futuro mais aberto ao mercado e potenciar condições para aumentar a criação de riqueza nacional.

4 OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS

4.1 EMITENTES ATUAIS

4.1.1 PSI

- 1- Melhoria da qualidade de informação ao mercado, concretizando de forma substantiva os requisitos aplicáveis do artigo 7º CVM, à luz dos princípios da relevância, fiabilidade, comparabilidade e tempestividade.
- 2- Divulgação atempada e completa dos calendários financeiros.
- 3- Melhorar a relação das sociedades emitentes com os acionistas integrantes do *free float*.
- 4- Aperfeiçoar o mecanismo fiscal de capitalização destas sociedades, para evitar distorções irracionais na distribuição de dividendos ou situações de *buyback*.
- 5- Combater a persistente situação de sociedades emitentes com cotação das ações abaixo do *book value*, prejudicial à confiança, e credibilidade que o mercado deve suscitar.

4.1.2 PSI GERAL

- 6- Melhoria da qualidade de informação ao mercado, incluindo os calendários financeiros, evitando assimetrias e omissões.
- 7- Eliminação de situações de distorção artificial das cotações, geradoras de descredibilização do mercado.
- 8- Estabelecimento de níveis mínimos de liquidez associados ao *free float* e combate persistente a situações de sociedades emitentes com cotação das ações abaixo do *book value*.
- 9- Reformulação dos limites de emissão de obrigações pelos emitentes, relativamente ao regime geral fixado no CSC e situações de perda de metade do capital.
- 10- Melhoria da adequação dos mecanismos de capitalização destes emitentes, ao reforço da sua autonomia financeira e capacidade de crescimento.

4.2 NOVOS EMITENTES

- 11- Eliminação de restrições ou percepções injustificadas, no acesso das empresas ao mercado de capitais, incluindo a entrada em bolsa, para inverter a trajetória decrescente de *listed companies*.

- 12-** Realização de campanha, pela CMVM, para desmistificar a perceção de complexidade sobre a informação a disponibilizar ao mercado por potenciais *entrants*, custos de admissão, encargos permanência e exigente enquadramento regulatório.
- 13-** Eliminação de situações que possam ser consideradas de excesso ou desequilíbrio regulatório, num contexto da adopção de normas europeias de supervisão, em sobreposição com normas nacionais.
- 14-** Majoração fiscal em 100%, das despesas relativas à primeira admissão à negociação no mercado regulamentado, da qual resulte uma dispersão mínima de 20 % do capital social do emitente, independentemente da sua dimensão.
- 15-** Majoração fiscal em 75%, das despesas relativas à primeira admissão à negociação em sistemas de negociação multilateral, da qual resulte uma dispersão mínima de 20 % do capital social do emitente, independentemente da sua dimensão.
- 16-** Criação pela Euronext, de um sistema de descontos anuais decrescentes, pelo prazo de 3 anos, a aplicar sobre o seu preçário, relativamente aos novos entrants no mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral, com dispersão mínima inicial de 20 % do seu capital social.
- 17-** Abertura do capital de empresas Públicas através de IPO.
- 18-** Redefinir o perímetro empresarial da Parpública, alienando todas as participações sem conteúdo público estrategicamente relevante e concentração das participações estatais.
- 19-** Promoção do financiamento empresarial, através de modelos inovadores de entrada de capital, preservando a segurança dos pequenos investidores, designadamente ações de voto plural.
- 20-** Apoiar, em linha com os princípios de neutralidade fiscal, processos de concentração e fusão empresarial, designadamente a nível de dedutibilidade de gastos de financiamento, isenção de imposto do selo nas operações de gestão centralizada de tesouraria e criação do regime de Grupos de IVA.
- 21-** Eliminação de obstáculos e disposições regulamentares, designadamente no acesso a apoios públicos, que desincentivem o crescimento das pequenas e médias empresas.
- 22-** Apoiar a transição geracional das empresas familiares, através de ações dirigidas a ganhos de escala, fusões, aquisições, recuperação de ativos, internacionalização e estabelecimento de parcerias adequadas, designadamente na:
- Capitalização, crescimento e internacionalização;
 - Abertura do capital com eliminação de constrangimentos e eventual recurso a ações de voto plural;

- Regulamentação do *goodwill* em processos de M&A, através de novo enquadramento regulamentar;
- Mudança geracional e estabelecimento de protocolos familiares;
- Dedutibilidade dos gastos fiscais, em partes iguais, durante determinados períodos de tributação, após o reconhecimento inicial do *goodwill* respeitante a participações sociais;
- Revisão da tributação do *goodwill* adquirido em concentração de atividades empresariais, para fomentar as operações de M&A e incentivar a expansão das empresas familiares relevantes;
- Revisão da tributação das mais valias em processos de concentração de atividades empresariais, fora do regime especial de tributação de Grupos de Sociedades.

23- Apoiar o papel dos family offices na profissionalização das empresas familiares e na transformação dos empreendedores e empresários em investidores.

24- Reforçar a intervenção da AICEP a nível de potenciais emitentes, através de nova tipologia de apoios a médias e grandes empresas, orientada para a criação de *clusters* em contexto de internacionalização.

25- Apoiar a internacionalização das empresas familiares, através da AICEP, designadamente no âmbito da transição geracional, potenciando as fileiras económicas onde se inserem.

26- Aperfeiçoar os mecanismos de tratamento fiscal de capitalização empresarial.

27- Potenciar os efeitos do roteiro empresarial promovido pela CMVM, no âmbito da criação do Guia do Emitente.

28- Criação de uma *task force* entre CMVM, Associação de Emitentes, Associação de Empresas Familiares, Euronext, IPCG, Universidades para criação dum ambiente profícuo ao aparecimento de novos emitentes.

4.3 INICIATIVAS EMPRESARIAIS E INVESTIDORES QUALIFICADOS

29- Implementar medidas de contexto, favoráveis ao estímulo da iniciativa empresarial e crescimento das empresas potencialmente listáveis em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral.

30- Promover o acesso a fundos próprios, através do mercado acionista, utilizando instrumentos inovadores, designadamente ações de voto plural.

31- Promover a conversão das obrigações em instrumentos mais básicos, subtraindo o mercado obrigacionista ao subdesenvolvimento em que se encontra.

- 32-** Estimulo da abordagem inicial ao mercado de capitais por médias empresas, através de emissão agrupada de obrigações, como forma de eliminação de sobrecustos, em relação ao financiamento bancário e superação das questões associadas à notação de rating.
- 33-** Criação de processo simplificado de emissão de miniobrigações, junto de investidores qualificados, através de vendas directas, ou de veículos para fins especiais de titularização.
- 34-** Criação de um mecanismo de notação de crédito apropriado, em especial para as empresas de média dimensão sem acesso às agências de rating, com vista ao acesso ao mercado obrigacionista.
- 35-** Revitalização do mercado da securitização, em linha com os desenvolvimentos a nível mercado europeu de capitais.
- 36-** Fomento do investimento individual qualificado, através da eliminação de situações de dupla tributação e redução do esforço fiscal em sede de IRC, e reforço do apoio da AICEP na capitalização das empresas, independentemente da sua dimensão.

4.4 PROMOÇÃO DE UMA INDÚSTRIA FINANCEIRA NACIONAL DE INVESTIMENTO COLETIVO

- 37-** Dinamizar um sistema privado de Pensões, em complemento aos sistemas públicos de reformas e pensões, com significativa dimensão, ganhos de escala e eficiência acrescida, para reduzir comissões de subscrição e encargos de gestão.
- 38-** Estimular a participação no mercado de capitais dos investidores institucionais tradicionais, designadamente Fundos de Pensões, Companhias de Seguros e Fundos de Investimento Mobiliário, através de aplicações geradoras de adequados níveis de rentabilidade real, para inverter a presente situação regressiva e fraco desempenho atual.
- 39-** Promover uma *task force* constituída pela CMVM, ASF, APFIPP e Universidades para criação duma indústria financeira nacional de investimento coletivo, com aumento relevante das gestoras de ativos em Portugal, crescimento dos FIM actuais e surgimento de novos Fundos de Investimento Mobiliário.

4.5 CAPACITAÇÃO DE GRUPOS ECONÓMICOS LISTÁVEIS

- 40-** Potenciar o surgimento de sociedades com volume anual de negócios em torno de 500 milhões de € (em contas consolidadas e com exclusão do imposto sobre o valor acrescentado ou de outros impostos indirectos), sendo que, este valor constitui o patamar mínimo de entrada sustentável no principal *benchmark* do mercado bolsista nacional, sem recurso a atributos de exceção.

41- Estimular a constituição de estruturas empresariais listáveis mediante concentração de atividades empresarias e/ou M&A com acesso aos benefícios aplicáveis, referidos em 4.2 e 4.3 deste capítulo.

42- Apoiar o investimento nacional e/ou estrangeiro, através de acesso a regime contratual no âmbito do Código Fiscal do Investimento, para intensificar a internacionalização e superar o *deficit* de capital, na criação de Grupos Económicos Listáveis.

43- Fomentar as Companhias listáveis, simplificando a fiscalidade corporativa e fixando taxas de IRC competitivas no contexto internacional.

44- Potenciar a penetração da língua portuguesa no mundo (mais falada no hemisfério sul e a 7ª mais falada do mundo) em articulação com a intensificação do uso da língua inglesa.

4.6 UM OLHAR DIFERENTE PARA O ESG

45- Assegurar o desenvolvimento sustentável do ESG, evitando externalidades negativas resultantes da mera sobreposição de uma nova camada de informação ao reporte obrigatório de natureza financeira, quantitativa e qualitativa.

46- Padronizar a informação ambiental e social, com definição de normas de ensurance da informação qualitativa.

47- Estabelecer um KPI associado às políticas públicas em matéria de ESG e definição adequada das respetivas métricas.

48- Criar mecanismos de auditoria e certificação da informação integral e verdadeira inerente à ESG, com base nos KPI que vierem a ser definidos.

49- Revisitar a questão da supervisão pública da auditoria e regulação do mercado de auditoria, num contexto de integração da certificação da informação financeira com a informação alusiva ao ESG.

5 PROCURA DE VALORES MOBILIÁRIOS

5.1 MERCADO DE RETALHO, TIPOLOGIA DAS ALOCAÇÕES E NOVO REGIME FISCAL

50- Obrigatoriedade de integração do mercado de capitais de retalho, na agenda reformista e transformadora do país, entendido como o espaço de financiamento da economia, mediante aplicação da poupança familiar, diretamente nas Empresas e Estado, através de ações, obrigações e títulos da dívida pública, ou indiretamente através de unidades de participação em fundos de investimento mobiliário.

51- Criação de mecanismos para incentivar o aumento da poupança das famílias e pessoas singulares, fomentando a sua aplicação preferencial no país, num contexto de aumento da dinâmica de crescimento potencial da economia portuguesa.

52- Criação de um modelo fiscal neutro, aplicável ao mercado de capitais de retalho, baseado na simplicidade e abrangência geral, sem favorecimento de exceções ou isenções, tributando de forma distinta as aplicações individuais e aplicações coletivas.

53- Introdução de equidade no processo de tributação dos rendimentos nas fases de geração e distribuição.

54- Restrição da publicidade enganosa através de ações regulamentares, associando o risco das diferentes aplicações disponíveis no mercado de capitais a níveis de garantia de recuperação dos valores investidos.

5.2 MERCADO DOMÉSTICO

5.2.1 APLICAÇÕES INDIVIDUAIS

5.2.1.1 FISCALIDADE EM SEDE DE IRS | INCREMENTOS PATRIMONIAIS.

55- Extensão da redução a metade das mais valias, aplicável à alienação onerosa de direitos reais sobre bens imóveis, de partes sociais e de outros valores mobiliários em Micro e PME, aos valores mobiliários sujeitos a negociação, detidos ininterruptamente por período superior a 12 meses, evitando as atuais distorções de tributação dos rendimentos englobados no artigo 10º do CIRS.

56- Aplicação de taxa especial de 20%, passível de englobamento, para a totalidade dos rendimentos da categoria G.

57- Eliminação da obrigatoriedade de englobamento das mais valias, relativamente a activos detidos por um período inferior a 365 dias, para os contribuintes no último escalão de IRS.

5.2.1.2 FISCALIDADE EM SEDE DE IRS | RENDIMENTOS DE CAPITALIS.

58- Aplicação de taxa liberatória de 15% (atenuação da tributação dos lucros distribuídos já tributados em IRC) para rendimentos da categoria E.

59- Eliminação das situações de redundância, que tornam ineficazes as presentes condições de englobamento dos rendimentos da categoria E, mediante reformulação das normas jurídicas aplicáveis.

5.2.1.3 FISCALIDADE EM SEDE DE IRC.

60- Eliminação total da dupla tributação, para incentivar a aplicação de excedentes de liquidez de sujeitos passivos de IRC, em participações não qualificadas de sociedades cotadas em mercados regulamentados.

5.2.1.4 DUPLA TRIBUTAÇÃO INTERNACIONAL.

61- Oferecer maior atratividade e aumentar a capacidade competitiva do mercado bolsista nacional, tributando os rendimentos de capitais, obtidos por não residentes em território português, à taxa máxima de 15%, sem prejuízo de convenções celebradas por Portugal, para eliminar a dupla tributação internacional.

5.2.1.5 ESTABILIDADE E PREVISIBILIDADE DAS NORMAS FISCAIS REFORMULADAS.

62- Assegurar a estabilidade das normas fiscais imperativas, para criação dum forte clima de confiança no mercado de capitais.

63- Garantir a previsibilidade das normas fiscais imperativas, condição necessária para atrair a poupança de médio e longo prazo ao mercado de capitais.

5.2.2 APLICAÇÕES ATRAVÉS DE ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

64- Inclusão dos rendimentos das subscrições de unidades de participação em Organismos de Investimento Coletivo (OIC), na categoria E (Rendimentos de capitais) em sede de IRS, aplicando no nº3 do artigo 5º do Código.

65- Extensão às OIC, das condições aplicadas aos resgates líquidos das subscrições de seguros de vida, de fundos de pensões ou no âmbito de outros regimes complementares de segurança social, eliminando a assimetria fiscal existente, com os seguintes ajustamentos:

- a) Manter a exclusão da tributação de 3/5 do rendimento, se o resgate ocorrer após 8 anos de vigência;
- b) Excluir da tributação 2/5 do rendimento, se o resgate ocorrer após 5 e antes de 8 anos de vigência, que presentemente é de 1/5;
- c) Criar um novo escalão de exclusão da tributação em 1/5 do rendimento, se o resgate ocorrer entre 1 e 5 anos.

66- Promoção do acesso a instrumentos de capital ou de dívida de sociedades emitentes, por organismos de investimento coletivo, com base nos processos atuais e criação de novas formas de aplicação de recursos.

67- Criação duma indústria financeira nacional de investimento coletivo, com observância fiscal da proporcionalidade, neutralidade e transparência.

68- Revisitar o EBF relativamente às contribuições anuais para Fundos de Pensões pelos sujeitos passivos de IRS.

5.3 APLICAÇÕES INTERNACIONAIS

69- Observação da neutralidade fiscal, no âmbito do Mercado de Capitais Europeu, relativamente às aplicações internacionais pela via individual, dos sujeitos passivos com residência fiscal em território nacional.

70- Simplificação das exigências declarativas, a nível da intermediação financeira e autoridade fiscal, relativamente à dupla tributação internacional, resultante de aplicações individuais.

71- Obrigatoriedade de integração das aplicações em valores mobiliários fora do espaço nacional, pelas vias individual ou coletiva, nas ações de elevação da literacia financeira, que venham a ser objeto de certificação e/ou homologação pela CMVM.

72- Repercussão nas comissões cobradas, nas aplicações internacionais pela via coletiva, do aumento da eficiência e avanço na curva da experiência das OIC.

6 PROTEÇÃO DOS PEQUENOS INVESTIDORES E CORPORATE GOVERNANCE

6.1 SUPERVISÃO DO MERCADO E REGULAÇÃO ECONÓMICA

6.1.1 O PAPEL E IMPORTÂNCIA DA CMVM

73- Proteção dos investidores, através de posicionamento pró-ativo de natureza normativa, preventiva e corretiva, sem prejuízo da atividade sancionatória, que deve ser justa, equilibrada, assertiva e tempestiva.

74- Criação de um sistema simples de registo prévio, na CMVM, das plataformas aptas para a realização de Assembleias Gerais telemáticas.

75- Criação de um sistema de certificação e homologação, pela CMVM, de ações de elevação da literacia financeira promovidas por entidades públicas, entidades de natureza privada sem fins lucrativos e sujeitos passivos de IRC com atividade na área financeira.

76- Adoção de uma postura com maior proatividade, no tratamento de situações com forte evidência de violação dos requisitos de qualidade de informação, impacto substancial na avaliação patrimonial dos emittentes ou materialidade das Demonstrações Financeiras.

6.1.2 REGULAÇÃO SETORIAL

77- Assegurar a estabilidade financeira dos mercados de capitais, superando falhas de mercado e disfuncionalidades, sem provocar disrupções no funcionamento das sociedades emittentes, e restrições a nível dos sistemas concorrenciais.

78- Contornar ou evitar externalidades negativas, prejudiciais às perceções dos investidores, relativamente a sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral.

79- Suavizar algumas exigências ou posturas regulatórias, sem prejuízo da sua missão organizacional e tendo em consideração a dimensão das empresas nacionais.

80- Potenciar a solidez técnica do mercado de auditoria, para inibir a prática de procedimentos de contabilidade criativa.

6.2 CORPORATE GOVERNANCE

6.2.1 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO AO MERCADO

81- Divulgação atempada, pelas sociedades cotadas em mercado regulamentado, do seu calendário financeiro de eventos societários, designadamente as datas de apresentação dos resultados, das assembleias gerais anuais e de pagamento de dividendos, à semelhança de boas práticas implementadas por alguns emitentes.

82- Inclusão pelos emitentes, no seu relato financeiro anual, de um apêndice com informação sobre as subsidiárias com rendimentos ou lucros superiores a 25% dos valores consolidados, designadamente demonstrações financeiras e principais destaques, como se verifica em diversos mercados regulamentados de países europeus.

83- Inclusão pelos emitentes, no seu relatório integral anual, de menção relativa às questões relevantes de auditoria, identificadas no âmbito do processo legal de certificação de contas, designadamente, continuidade das operações, elevado peso dos ganhos não recorrentes, recuperabilidade de ativos e debilidades na geração de fluxos de caixa.

84- Evitar a transmissão ao mercado de informação assimétrica, com impacto substantivo na avaliação patrimonial dos emitentes.

6.2.2 MELHORIA DA RELAÇÃO DOS EMITENTES COM OS ACIONISTAS

85- Promoção da interação com os pequenos acionistas e a sua participação em eventos societários, através da criação de estruturas representativas ou associações de defesa dos investidores registadas na CMVM.

86- Apreciação geral da administração e fiscalização das sociedades anónimas, decorrente dum preceito legal do CSC, através dum relatório síntese do desempenho do CA em função do Orçamento Anual, Plano de Atividades e conjunto de KPI's relevantes, pois esta informação existe a nível das Comissões de Avaliação e Comissões de Vencimentos, não devendo ficar apenas em poder dos acionistas qualificados, com presença nos órgãos sociais, nem ser vista como um mero ritual.

87- Apreciação dos documentos de prestação de contas, no respetivo ponto da ordem do dia das Assembleias Gerais Anuais das sociedades cotadas, em mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral, após apresentação oral obrigatória do Conselho de Administração sobre a evolução e o desempenho empresarial, o que, presentemente, nem sempre se verifica em importantes sociedades do PSI.

6.2.3 PARTICIPAÇÃO DOS ACIONISTAS NAS ASSEMBLEIAS GERAIS

88- Emissão da declaração de intenção de participação nas Assembleias Gerais, exclusivamente pelo intermediário financeiro, com observância do CVM, eliminando-se a prática de sociedades emitentes, de obrigarem à informação adicional dessa intenção, através de inscrição prévia ou comunicação dirigida pelo acionista ao Presidente da Mesa da Assembleias Gerais.

89- Atribuição às sociedades emitentes, do custo com a emissão da declaração de intenção de participação nas Assembleias Gerais, à semelhança do que se passa no universo EDP e no BCP relativamente aos clientes com conta de depósito dos títulos no próprio banco.

90- Obrigatoriedade de realização das Assembleias Gerais das sociedades cotadas em mercado regulamentado, em formato híbrido, conjugando a participação presencial com a participação através de meios telemáticos, evitando custos com transporte e estadia ou perda de tempo com deslocações.

91- Garantia de uma comunicação interativa e bidirecional dos acionistas com os órgãos sociais, na via telemática das Assembleias Gerais, devendo ser eliminadas práticas unidirecionais, através da colocação de questões por escrito num campo específico da plataforma, em contexto de precaridade de tempo disponível.

92- Integração obrigatória de um módulo de votação, na plataforma de suporte à participação dos acionistas nas Assembleias Gerais, através de meios telemáticos, evitando-se o recurso a sites ou manifestação oral do sentido de voto.

6.2.4 REPRESENTAÇÃO DOS PEQUENOS ACIONISTAS NOS ÓRGÃOS SOCIAIS

93- Garantia de representação dos acionistas minoritários nos órgãos sociais, nomeadamente, ao nível do CA, através de um administrador não executivo, nas sociedades cotadas em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral com *free float* superior a 1/3 do capital, sem prejuízo do compromisso e envolvimento dos acionistas com participações qualificadas.

94- Eleição dos representantes dos pequenos acionistas para os corpos sociais, através de Assembleias de Pequenos Acionistas, promovidas pelas respetivas sociedades.

6.2.5 REMUNERAÇÃO ACIONISTA

95- Avaliação da remuneração acionista, através do equilíbrio entre a política de dividendos e os ganhos de valorização, que, no seu conjunto, se consubstancia no *total shareholder return* (TSR).

96- Estabelecimento preferencial pelos emitentes, de uma política pré-determinada de dividendo ordinário, dando conhecimento ao mercado, num quadro racional de *payout* e adequados níveis de autofinanciamento do seu plano de investimento.

97- Estabelecimento dum sistema de penalização, no recurso sistemático e consecutivo a *payouts* iguais ou superiores a 100%, face ao efeito corrosivo sobre a cotação futura ou dificuldade de recuperação da correção associada ao pagamento do dividendo.

98- Justificação fundamentada perante os acionistas e reguladores, relativamente à não distribuição de dividendos ou prática de baixos *payouts*, por vários anos consecutivos, com acumulação de relevantes excedentes de caixa.

6.2.6 REMUNERAÇÃO DOS CORPOS SOCIAIS

99- Eliminação de situações de opacidade do processo de fixação de remunerações dos corpos sociais, que ainda se verificam.

100- Fixação de remunerações variáveis, dos membros executivos dos Conselhos de Administração das sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistemas multilaterais, com racionalidade corporativa, nas vertentes anual e médio/ longo prazo, evitando a sua sobreposição, total ou parcial, em nome das boas práticas empresariais.

101- Fixação de remunerações variáveis de curto prazo, com base em indicadores económicos, comerciais e operacionais emergentes do orçamento e plano de atividades anuais, e, a médio e longo prazo, com base na TSR, na evolução das cotações e na comparabilidade com *peers* nacionais / internacionais.

6.3 INTERMEDIACÃO FINANCEIRA E NEGOCIAÇÃO

102- Estabelecimento pelos intermediários financeiros, de sistema de informação aos seus clientes titulares de ações registadas em contas de depósito, da data de realização das Assembleias Gerais, convocadas nos termos legais, pelas sociedades emitentes, e dos prazos limites para informar a eventual intenção de participação.

103- Responsabilização dos intermediários financeiros, por falhas no processo de comunicação ao Presidente da Mesa da Assembleias Geral da intenção dos seus clientes com ações registadas em contas de depósito, devendo ser melhoradas rotinas e garantido a necessária formação dos gestores de conta sobre esta matéria e resposta a situações de impedimento destes.

104- Criação pelos intermediários financeiros, de rotinas para desburocratizar a informação da intenção de participação nas Assembleias Gerais, com recurso a formas simples e estandardizadas de comunicação eletrónica, pelos seus clientes.

6.4 ELEVAÇÃO DA LITERACIA FINANCEIRA

105- Obrigatoriedade de inclusão nas ações de literacia financeira sujeitas à proposta de homologação e certificação pela CMVM, do mínimo de 8 dos 10 itens seguintes.

- A poupança das famílias;
- Aplicações da poupança familiar no sistema bancário, mercado monetário, seguros de capitalização, PPR e mercado de capitais;
- Tipologia das aplicações no mercado de capitais;
- Alternativa entre capital e dívida no financiamento das sociedades;
- Processos de qualificação de riscos das diferentes aplicações;
- A questão da publicidade enganosa;
- Soberania acionista e poderes de gestão;
- Investimentos em valores mobiliários pela via individual e coletiva;
- Fiscalidade aplicável às mais valias;
- Fiscalidade aplicável aos rendimentos de valores mobiliários.

106- Criação de programas de informação financeira nas escolas.

6.5 REGULAMENTAÇÃO E DIREITO DAS SOCIEDADES

107- Revisitar o limite de emissão de obrigações de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral, fixado no nº 4 do artigo 349º do CSC e situações de perda de metade do capital.

108- Especificar o sentido da apreciação geral da administração e fiscalização das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação, estabelecida na c) do nº 1 do artigo 376º do CSC, para evitar que este ponto obrigatório da agenda de trabalhos das Assembleias Gerais Anuais seja um mero ritual.

109- Obrigar as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistemas de negociação multilateral, a realizarem as suas Assembleias Gerais em formato híbrido, juntando os meios telemáticos à vertente presencial, mediante aditamento de nova alínea ao nº6 do artigo 377º do CSC.

110- Aditar ao artigo 377º do CSC., instituindo na via telemática, uma comunicação interativa e bidirecional dos acionistas com os corpos sociais, bem como, um módulo de votação, oferecendo aos participantes condições similares às da modalidade presencial.

111- Assegurar nos nºs 3 e nºs 4 do artigo 23º - C do CVM, a criação pelos intermediários financeiros de rotinas para desburocratizar a informação da intenção de participação nas Assembleias Gerais, com recurso a formas simples e estandardizadas de comunicação eletrónica, pelos seus clientes.

112- Regulamentar ou formular recomendações pela CMVM, relativamente aos aspetos mencionados em 6.2 e 6.3 deste capítulo.

113- Aperfeiçoar o conceito de qualidade de informação, para evitar situações assimétricas.

114- Instituir a observância horizontal das quotas de género, nas componentes executiva e não executiva dos Conselhos de Administração, das sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistemas multilaterais.

115- Melhorar a definição do conceito de administrador independente e respetivo conteúdo.

7 DESÍGNIO NACIONAL

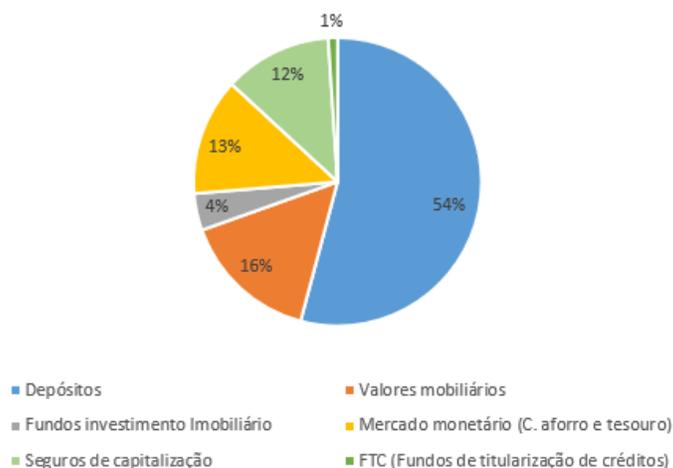
Formulamos um desafio relativamente ao mercado de capitais de retalho: duplicar no horizonte de 10 anos, o stock de aplicações em valores mobiliários pelas famílias e pessoas singulares, em contexto de mercado de capitais europeu.

Criação de um quadro de concentração de esforços para um futuro mais aberto ao mercado, juntando o Poder Político, as associações empresariais, os actuais emitentes, os reguladores e supervisores de mercado, o sistema financeiro, os investidores (qualificados, institucionais e particulares) e as Associações de Defesa dos Investidores.

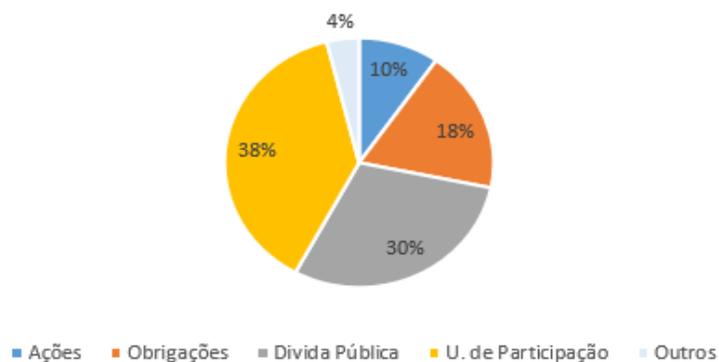
8 ANEXOS

8.1 PERFIL DA APLICAÇÃO DA POUPANÇA FAMILIAR (STOCK DE CAPITAL)

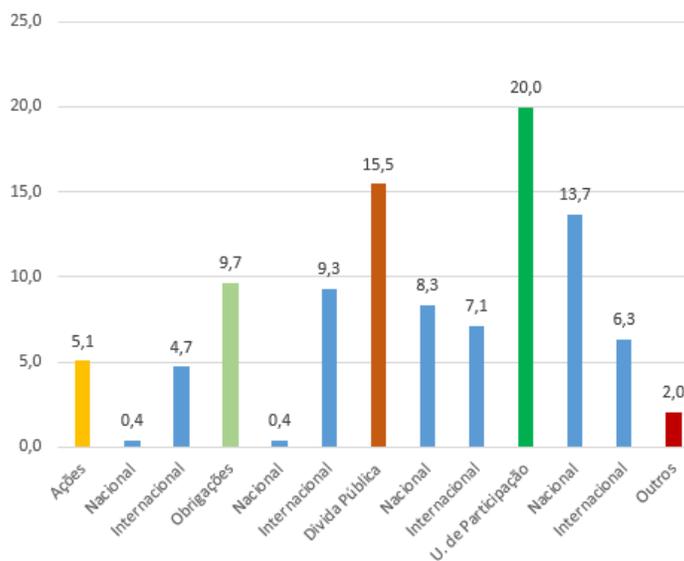
Aplicação da poupança das famílias em Abril | 24
Stock de capital : 338,4 Mil milhões de €



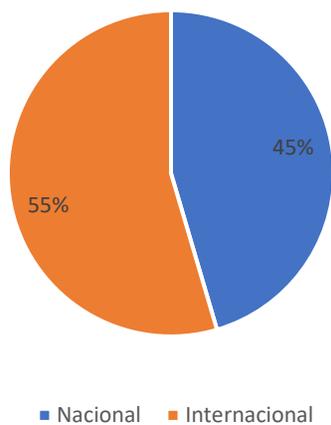
Tipologia da aplicação em valores mobiliários
Mercado de capitais: 52,2 Mil milhões €



Estrutura das aplicações no mercado de capitais



Repartição espacial da aplicação de poupanças no mercado de capitais



8.2 APLICAÇÃO DE PESSOAS SINGULARES NO MERCADO DE CAPITAIS

Aplicações de pessoas singulares no mercado de capitais

Unidade: Mil Milhões €

Descrição	30-jun-22	31-dez-22	31-mar-23	30-jun-23	30-set-23	31-dez-23	31-mar-24	30-jun-24
	jun-22	dez-22	mar-23	jun-23	set-23	dez-23	mar-24	jun-24
Nacional	0,339	0,362	0,295	0,290	0,312	0,331	0,356	0,381
Individual	0,165	0,162	0,092	0,077	0,0794	0,0675	0,0778	0,0798
Colectiva	0,174	0,2	0,203	0,213	0,233	0,263	0,278	0,3008
Ações	3,956	3,936	4,253	4,379	4,25	4,495	4,713	4,7227
Individual	1	0,936	0,963	0,958	0,944	1,049	1,111	1,1039
Colectiva	2,956	3	3,29	3,421	3,306	3,446	3,602	3,6188
Total	4,30	4,30	4,55	4,67	4,56	4,83	5,07	5,10
Nacional	0,339	0,3	0,285	0,254	0,259	0,32	0,388	0,4587
Obrigações	9,752	9,2	8,651	8,618	8,815	9,089	9,281	9,4104
Total	10,09	9,50	8,94	8,87	9,07	9,41	9,67	9,87
Nacional	6,294	5,7	8,72	8,55	8,03	8,653	8,33	8,179
Divida Pública	6,675	7,5	7,26	7,499	7,385	7,472	7,137	6,903
Total	12,969	13,2	15,98	16,05	15,42	16,13	15,47	15,08
Nacional	13,019	12,8	12,24	12,52	12,33	12,536	13,651	13,589
U. de Participação	6,067	6,3	6,2	6,07	5,982	6,1	6,321	6,371
Total	19,086	19,1	18,44	18,59	18,31	18,64	19,97	19,96
Outros	4,751	3,9	3,5	3,25	3,00	2,737	2,022	2,361
TOTAL GERAL	51,2	50,0	51,4	51,4	50,4	51,7	52,2	52,4

Fonte: Estatísticas trimestrais sobre Gestão de Ativos da CMVM

8.3 REFERENCIAL SOCIETÁRIO PARA ACESSO AO PSI

**Referencial societário para acesso ao PSI
no
no atual espectro empresarial bolsista**

Descrição	Unidade	Valor
Volume de negócios (a) (Vendas e prestações de serviços em contas consolidadas)	M€	550
EBITDA (b) (Margem EBITDA/Rendimentos = 20%)	M€	110
Amortizações, depreciações, provisões e imparidades	M€	50
Resultados Financeiros e Outros Custos ou Ganhos	M€	25
Resultados Antes de Impostos	M€	35
Impostos sobre o rendimento	M€	10
Resultado Líquido	M€	25
Shares outstanding	Nº (Milhões)	200
Valor nominal	€	1
Capital próprio /share *	€	1,2
Price book value *	Nº	1,8
Capitalização bolsista (Cotação = 2,15 €)	M€	430
Free float (c) (Corresponde a 35% da capitalização bolsista)	M€	150
Capital próprio (Autonomia financeira 1/3)	M€	240
Ativo	M€	720
Capital investido		[600 - 675]
Rentabilidade capital próprio e ROI (d)	%	10%

(a) Consolidação integral de subsidiárias (participadas com capital ou direitos de voto superior a 50%)

(b) Em torno da média atual do PSI

(c) Próximo do valor médio de 31 dezembro /2022. Permite um acionista dominante (55%) e participações qualificadas em torno de 10% para potenciar internacionalização de atividades

(d) Considerando os valores médios do capital próprio e do ROI

* Entrada no mercado bolsista através de aumento de capital associando prémio de emissão.

8.4 FORMA E NATUREZA DAS ASSEMBLEIAS GERAIS ANUAIS 2024 DO UNIVERSO PSI

Descrição	Forma				Natureza das AG telemáticas			
	Presencial	Telemática	Híbrida	Comunicação do acionista ao emitente	Unidirecional (uso de chart)	Bidirecional (uso de microfone)	Possibilidade de voto em AG	Inscrição prévia ou comunicação do acionista ao emitente
Altri	x			Não				
BCP			x			x	Não	Sim
C. Amorim	x			Não				
CTT		x				x	Sim	Sim
EDP			x		x		Sim	Sim
EDP Renováveis			x		x		Sim	Sim
Galp		x			x		Sim	Não
Greenvolt			x		x		Sim	Sim
Ibersol	x			Não				
J. Martins			x			x	Sim	Sim
Mota-Engil	x			Não				
NOS			x			x	Sim	Sim
Navigator	x			Não				
REN			x		x		Sim	Sim
Semapa	x			Não				
Sonae SGPS			x			x	Sim	Sim
Total	6	2	8	-	5	5	9	9

Fonte: Elaborado por Maxyield

8.5 UMA NOVA ABORDAGEM À FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS DE RETALHO

1. Questões preliminares

O aumento da participação dos investidores no mercado de capitais de retalho, deve ser um desígnio nacional, direcionando as aplicações de poupança para investimentos de médio e longo prazo, pela via individual ou coletiva.

A via individual consiste na aplicação direta das poupanças, mediante acriação e gestão de uma carteira própria, através das ordens de compra e venda transmitidas diretamente aos respetivos intermediários financeiros.

A via coletiva é feita através de Fundos de Investimento Mobiliário, Fundos de Pensões, e outros Organismos de Investimento Coletivo, através da subscrição de unidades de participação.

As aplicações pela via individual e coletiva, deveriam merecer tratamento fiscal distinto e tributação diferenciada, ao contrário do que se passa presentemente.

A aplicação das poupanças dos pequenos investidores no mercado de capitais, ocorre em produtos com diferentes níveis de risco, com ou sem garantia de capital.

Todos os produtos de investimento, que, não tenham capital garantido, incluem, nas suas características, uma expectativa de maiores retornos, com exposição a diferentes níveis de risco, designadamente ações, unidades de participação e obrigações (parcialmente).

Inversamente, os produtos de investimento com garantia de capital e menores níveis de risco com destaque para os títulos da dívida pública e obrigações (parcialmente) proporcionam uma expectativa de retornos inferiores.

2. Aplicações individuais

Os ganhos resultantes das aplicações individuais devem continuar a ser tributados nas atuais categorias de IRS, envolvendo os rendimentos de capitais (categoria E) e os incrementos patrimoniais sob a forma de mais valias (categoria G).

No entanto, a nível das mais valias, e para evitar as distorções de tributação, estas deveriam beneficiar da extensão da sua redução a metade, aplicável presentemente à alienação onerosa de direitos reais sobre bens imóveis, e de partes sociais em Micro e PME, detidas ininterruptamente por período superior a 12 meses.

Isto significa alterar a Lei n.º 31/2024 de 28 de junho na parte aplicável a incentivos fiscais, por ser mais restritiva comparativamente com alienação onerosa de direitos reais sobre bens imóveis, e de partes sociais em Micro e PME.

Paralelamente, a atual taxa especial de 28%, passível de englobamento para a totalidade dos rendimentos da categoria G, deveria ser objeto de redução à semelhança do que se passa com a presente redução das taxas de diversos escalões de IRS e da anunciada diminuição do IRC.

A eliminação da obrigatoriedade de englobamento das mais valias, relativamente a ativos detidos por um período inferior a 365 dias, para os contribuintes no último escalão de IRS, seria um importante sinal a transmitir ao mercado, no âmbito de uma nova abordagem fiscal e dinamização desta forma de financiamento da economia, cujo crescimento se pretende acelerar.

A atual taxa liberatória de 28%, aplicável aos rendimentos de capitais, deveria igualmente ser ajustada, em função da presente redução das taxas de diversos escalões de IRS e da anunciada diminuição da tributação em sede de IRC.

Finalmente, torna-se premente a eliminação das situações de redundância, que tornam ineficazes as presentes condições de englobamento dos rendimentos da categoria E, mediante reformulação das normas jurídicas aplicáveis.

3. Aplicações pela via coletiva

Sendo a tributação das aplicações pela via coletiva, efetuada à saída, por ocasião das operações de resgate, torna-se recomendável a sua inclusão exclusivamente na categoria de rendimentos de capital, através da inclusão dos resgates líquidos das subscrições de unidades de participação em Organismos de Investimento Coletivo (OIC), no nº3 do artigo 5º do IRS (Rendimentos de capitais).

Desta forma, defende-se a eliminação da assimetria fiscal existente, através da extensão às OIC, das condições aplicadas aos resgates líquidos das subscrições de seguros de vida e de fundos de pensões ou no âmbito de outros regimes complementares de segurança social.

Neste âmbito, é premente a reformulação dos escalões de tributação com os ajustamentos que se discriminam:

- a)-Manter a exclusão da tributação de 3/5 do rendimento, se o resgate ocorrer após 8 anos de vigência;
- b)- Excluir da tributação 2/5 do rendimento, se o resgate ocorrer após 5 e antes de 8 anos de vigência, que presentemente é de 1/5;

c)-Criação dum novo escalão de exclusão da tributação em 1/5 do rendimento, se o resgate ocorrer entre 1 e 5 anos.

Defende-se a criação dum sistema privado de Pensões, em complemento aos sistemas públicos de reformas e pensões, que seria a rampa de criação de uma indústria financeira nacional de investimento coletivo, com observância fiscal dos princípios de proporcionalidade, de neutralidade e de transparência.

Esta questão é premente, face às previsíveis reduções da taxa de formação das reformas e pensões, e constitui um forma de responder à sua exatável diminuição no horizonte temporal, para salvaguarda de níveis de rendimento na vida pós-ativa.

Neste âmbito, o EBF, relativamente às contribuições anuais para Fundos de Pensões pelos sujeitos passivos de IRS, deveria ser revisitado.

4. Fiscalidade em sede de IRC

Deverá proceder-se à eliminação total da dupla tributação, para incentivar a aplicação de excedentes de liquidez de sujeitos passivos de IRC, em participações não qualificadas de sociedades cotadas em mercado regulamentado.

5. Dupla tributação internacional

A tributação dos rendimentos de capitais, obtidos por não residentes em território português, deveria ser feita à taxa de 15%, em linha com as taxas de retenção incluídas em elevado número de convenções para eliminar a dupla tributação celebradas por Portugal, permitindo oferecer maior atratividade e aumentar a capacidade competitiva do mercado bolsista nacional.

6. Consolidação do novo modelo fiscal aplicável ao mercado de capitais de retalho

A simplicidade deve ser a imagem de referência do novo modelo de fiscalidade, aplicável ao mercado de capitais de retalho.

Por outro lado, a estabilidade das normas fiscais, é imprescindível para criação dum forte clima de confiança no mercado de capitais.

Paralelamente, a previsibilidade do novo sistema fiscal, é uma condição necessária, para atrair a poupança de médio e longo prazo ao mercado de capitais.

As soluções desenhadas, salvaguardam o princípio da neutralidade fiscal, devendo proporcionar uma maior alocação de poupanças a ativos do país, invertendo o peso crescente de aplicações no estrangeiro.

8.6 UMA VISÃO PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

(Intervenção de Eduardo Almeida Catroga | Economista e Ministro das Finanças do XII Governo Constitucional na Conferência Anual 2014 da Maxyield)

Neste texto, abordarei sucintamente:

- As Condições de Base
- Propostas de Políticas no Âmbito da União Europeia
- Elementos para as Políticas Económicas Nacionais

1. As Condições de Base

O contributo do mercado de capitais para o desenvolvimento socioeconómico é inquestionável, nomeadamente nos seguintes aspectos: contribuição para a criação de uma indústria de serviços financeiros mais competitiva; mobilização da poupança interna e atracção da poupança externa; acesso a capitais permanentes por parte das empresas; e financiamento da expansão da economia.

Em Portugal, com a alteração do regime político em 25 de Abril de 1974, a estabilização do modelo de economia de mercado – após a entrada na então CEE em 1986 – permitiu o desencadeamento do processo para o desenvolvimento do mercado de capitais com medidas estruturais importantes de 1986 a 1997. Exemplos: Código do Mercado de Valores Mobiliários em 1992; modernização do mercado da dívida pública e extensão dos prazos das emissões; incentivos à poupança longa, como: plano de poupança reforma (PPR); plano de poupança acções (PPA); seguros de capitalização; lançamento do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social; e aumento da oferta de acções, com ligação das reprivatizações ao mercado de capitais.

Nas últimas décadas, nem todos os governos têm considerado o desenvolvimento do mercado de capitais uma prioridade da política económica.

A política económica nessa componente terá de focar a sua atenção em vários domínios de forma equilibrada e realista, actuando coerentemente: sobre o enquadramento do mercado (domínios institucional, regulamentar e fiscal); sobre a procura, com medidas de estímulo à poupança e à atracção de investidores nacionais e estrangeiros; sobre a oferta, estimulando o recurso por parte das empresas e investidores aos vários instrumentos de financiamento a médio e a longo prazo (exs.: emissão de acções, obrigações, etc.). Já em Janeiro de 1994, quando apresentei as *Linhas*

Fundamentais da Política Económica para 1994 e 1995, referi a propósito: “É evidente que as principais alavancas para o desenvolvimento do mercado de capitais residem, antes de mais, no quadro envolvente, com destaque para a estabilidade política, para as políticas macroeconómicas estáveis e conducentes ao crescimento e para a postura governamental favorável ao desenvolvimento do sector privado.” Penso que se trata de uma contestação de validade permanente numa economia de mercado.

Apesar de progressos qualitativos já alcançados nas últimas décadas, penso ser consensual afirmar que o nosso mercado de capitais ainda está longe de ter o papel que lhe deve caber no financiamento da modernização da economia portuguesa.

Basta olhar para a evolução do número de empresas cotadas, para os valores de capitalização dos vários instrumentos (acções, obrigações, etc.) face à dimensão relativa da nossa economia (PIB) e comparar esses indicadores com os dos outros países do nosso espaço económico (exs.: Espanha, Suécia, Países Baixos, etc.).

Portugal é um Estado-membro da União Europeia e da Zona Euro. As suas políticas são naturalmente influenciadas pelas decisões a nível europeu. Porém, estas não substituem as medidas nacionais necessárias ao objectivo do desenvolvimento do mercado de capitais. Tanto a nível europeu como a nível nacional, existem “consensos” sobre a sua necessidade. No entanto, nem sempre sobre a natureza das medidas a definir ou sobre a vontade política para as implementar.

2. Propostas de Políticas no Âmbito da União Europeia

A nível europeu, diagnostica-se que a Europa precisa de dinamizar o seu mercado de capitais, quando se confrontam os seus índices de desempenho com os dos EUA. Também se considera esse objectivo mesmo um imperativo quando se analisam os volumes colossais de investimento necessários se a Europa quiser alcançar os seus objectivos para 2030 (exs.: na transição energética; na transição digital; na defesa e segurança) e se quiser reduzir o *gap* de crescimento económico face aos EUA. Isto exige mais inovação e mais investimento (na indústria, nas novas tecnologias de informação, etc.).

As necessidades europeias de investimentos adicionais (para além dos valores normais), até por volta de 2030, são estimadas em 800 biliões de euros/ano pelo recente “Relatório Draghi”. Existe um consenso de que nem os orçamentos públicos ou os balanços dos bancos estão em condições de responder a tais exigências de investimento, pelo que se impõe o recurso ao mercado de capitais de modo mais intenso.

As propostas que têm surgido ao longo de 2024 para o desenvolvimento do mercado de capitais europeu (relatório “Christian Noyer”; relatório da ESMA; relatório do FMI relativamente ao segmento *venture capital*) incluem medidas para:

- **Desenvolvimento de produtos de poupança longa;**
- **Relançamento da securitização;**
- **Unificação da supervisão do mercado de capitais;**
- **Concentração de infraestruturas do mercado para a redução dos custos de transação;**
- **Impulso ao financiamento de *start-ups* inovadoras.**

É reconhecido que as poupanças financeiras das famílias europeias são muito elevadas, alimentadas por uma taxa de poupança das mais elevadas do mundo (13,3%), e que a Zona Euro evidencia consistentemente saldos positivos na balança corrente (2 a 3% do PIB). Contudo, o saldo dos fluxos financeiros de médio e longo prazo (acções, obrigações, IDE) da Europa com o “resto do mundo”, nomeadamente com os EUA, é consistentemente negativo, o que evidencia que uma parcela significativa das poupanças europeias não está a ser aplicada na Europa.

De notar que, nos produtos de poupança dos aforradores europeus, têm um peso relativo elevado os produtos de grande liquidez e capital garantido. No conjunto europeu, os depósitos bancários, as contas-poupança e os fundos de seguros de vida – produtos líquidos e de capital garantido – evidenciam um total que representa 47% das aplicações europeias das famílias europeias. O total dos activos financeiros afectos a fundos de pensões representa na Europa um valor à volta de 1/3 do PIB, cerca de 1/5 do que acontece nos EUA.

Os produtos de poupança longa existem em alguns países europeus com algum sucesso: casos do PER e do PEA em França; do *Betriebsrecht* na Alemanha; do PIR em Itália; e do ISK na Suécia. No entanto, em geral, na União Europeia os produtos de poupança longa estão bastante subdesenvolvidos.

Esta situação leva, por exemplo, os autores do relatório “Christian Noyer” a uma primeira recomendação: **“face ao relativo fracasso do produto de pensão pan-europeia (PEPP) e à grande especificidade dos enquadramentos nacionais, que se favoreça um *approach* nacional descentralizado baseado numa ‘marca de produto’ (*label*)”**. Competiria a cada Estado-membro criar um novo produto ou reformar produtos existentes para oferecer aos aforradores nacionais produtos adequados de poupança longa. É igualmente recomendada uma estreita monitorização política para se alcançar o necessário *momentum*.

São apontados princípios fundamentais na gestão da ‘marca’ do produto de poupança longa: (i) horizonte temporal de longo prazo com a possibilidade de liquidez restringida ao momento da reforma ou só a acontecimentos de vida extraordinários; (ii) exposição ao risco com uma não-garantia permanente de capital; (iii) alocações de capital para construir e assegurar ganhos no longo prazo; (iv) papel-chave para o empregador (*for auto-enrollement and co-investments*); (v) regime fiscal atractivo legitimado através de uma alocação predominante em activos europeus (ex.: 80% ou mais).

A segunda grande proposta do Relatório Noyer tem como objectivo a revitalização do mercado de securitização para apoio da capacidade creditícia dos bancos europeus com a finalidade de aprofundamento do mercado de capitais.

Reconhece-se que a “securitização” é um instrumento essencial para o financiamento da economia. Tal como as *covered bonds*, a securitização pode servir para uma função de refinanciamento, mas pode igualmente servir a função de redistribuição de risco, o que permite aumentar o volume de empréstimos para um dado (constante) capital.

O mercado de securitização colapsou na Europa com a crise do *subprime*, ao contrário do que tem acontecido nos EUA e noutros mercados internacionais.

Este declínio pode ser largamente explicado pelo severo enquadramento regulatório e prudencial implementado na Europa, que deve ser revisto.

Para além da suavização das medidas regulatórias e prudenciais, propõe-se a criação de uma *European Platform for Securitization* que poderá ser um instrumento poderoso para o aprofundamento do mercado de capitais em vários segmentos (exs.: nas hipotecas, como acontece largamente nos EUA, Canadá e Japão; ou na Itália, onde opera um sistema dedicado aos NPL (*non-performing loans*)).

O relatório apresenta um esquema possível para o financiamento da “plataforma europeia de securitização” com impacto no aprofundamento do mercado de capitais. A “plataforma” poderia ser criada por todos ou apenas por alguns dos Estados-membros.

A terceira principal recomendação propõe que se caminhe para uma supervisão integrada das actividades do mercado de capitais, com o objectivo de se criar um mercado único e de melhor assegurar a estabilidade financeira.

O relatório “Christian Noyer” apresenta uma proposta do esquema de funcionamento para onde se deve evoluir, incluindo a reforma da *governance* e do funcionamento da ESMA, com mandatos de supervisão mais alargados dos que hoje existem: uns compulsivos, outros voluntários.

Numa quarta recomendação, apontam-se também medidas para se fazer face à fragmentação dos *settlement systems* para a redução dos “custos de transacção”. Exemplos: redução do número de CSD (*Central Securities Depositories*), uma nos EUA, vinte e seis na Europa; reforma da *settlement platform Target 2 Securities (T2S)*; etc.

No entanto, **para além das medidas em concreto a seleccionar a nível europeu, os autores do relatório pedem urgência e maior vontade política na sua implementação.**

Pela importância do tema, são de salientar também as propostas do FMI (Julho de 2024): *Stepping up Venture Capital to Finance Innovation in Europe*".

A indústria de *Venture Capital* (VC) está menos desenvolvida na Europa do que nos EUA. Na última década, os investimentos de VC atingiram uma média anual de 0,3% do PIB europeu, menos de 1/3 da média anual dos EUA. As VC americanas levantam mais 800 biliões/ano de dólares do que as europeias para investirem em *start-ups* inovadoras.

Os efeitos multiplicadores das VC sobre a economia são conhecidos: uma melhoria da qualidade da alocação de recursos; mais inovação e produtividade; e maior empreendedorismo nas economias.

Está diagnosticado que a estrutura do sistema financeiro na União Europeia, baseado na banca comercial, é um factor que condiciona o montante de "*funding*" para as "*start-ups*" (ex.: estrangulamentos de garantias; de modelos de risco; condicionantes regulatórios e prudenciais, etc.).

O documento do FMI defende que, para o desenvolvimento das VC europeias, podem e devem ser tomadas medidas a dois níveis: tanto a nível nacional como da União Europeia:

- Tratamento fiscal favorável para *start-ups* e fundos VC;
- Papel mais activo das instituições financeiras públicas, o que pode ser reforçado para estimular o desenvolvimento do ecossistema das VC, em co-investimento com o sector privado e com base em critérios empresariais e não políticos;
- Desenvolvimento de parcerias com instituições de outros países e com o veículo FEI (Fundo Europeu de Investimento) do BEI;
- A filosofia dos *funds of funds* do FEI pode ser amplamente difundida através de parcerias com investidores nacionais e internacionais;
- Expandir a capacidade e os instrumentos do BEI/FEI;
- Estimular as operações transfronteiriças;
- Reduzir a fragmentação actual através da implantação da União do Mercado de Capitais (o que leva tempo).

São apenas algumas das recomendações do *paper* do FMI que merecem ser analisadas pelos responsáveis europeus em estreita cooperação com as entidades nacionais especializadas.

Para além da vontade política europeia, entendemos que o comportamento dos aforradores europeus não mudará rapidamente, de forma a:

- Aceitação de maior risco para expansão do financiamento da economia através dos mercados financeiros, em detrimento do peso do crédito bancário;

- Aplicação da poupança europeia de preferência na Europa;
- Ter mais confiança na dinâmica de crescimento da economia europeia.

Não é fácil! Demorará bastante tempo. Os europeus são avessos ao risco, o que significa que optam muito pela forma monetária, donde a necessidade de intermediação pelo financiamento bancário.

Um aspecto comparativo crítico: Os aforradores europeus são muito atraídos pela rentabilidade superior dos activos financeiros nos EUA – acções; obrigações; rentabilidade do capital próprio (ROE) das empresas – e pelo maior vigor de crescimento da economia americana.

Não será fácil mudar, a curto prazo, este tipo de comportamento do aforrador; no entanto, será possível:

- Suavizar alguns constrangimentos relativos aos intermediários financeiros europeus, por forma a permitir uma maior proporção de activos de maior risco nos seus balanços (exs.: obrigações, *start-ups financing*; *privaty equity*);
- Minorar algumas exigências regulatórias para bancos e companhias de seguros, hoje demasiado apertadas;
- Aumentar as emissões de dívida a longo prazo da própria União Europeia, com grande apetência de mercado, para o financiamento específico de objectivos europeus (exs.: transição energética; indústria de defesa, etc.).

É crucial que se interiorize que constitui um imperativo melhorar o ritmo de crescimento económico das economias europeias, o que exige políticas estruturais para melhorias contínuas dos níveis de produtividade e competitividade. O recente relatório *The future of European Competitiveness*, de Mario Draghi, confirma o diagnóstico de muitos economistas de que a União Europeia necessita de medidas estruturais para inverter a tendência de perda de posição relativa face aos EUA e à China.

Porém, já em 2010, surge na União Europeia a “Estratégia 2020”, a chamada “Agenda de Lisboa”, com a mesma ambição: “Tornar a União Europeia numa economia inteligente, sustentável e inclusiva, capaz de proporcionar elevados níveis de emprego, produtividade e coesão social.” E, em 2017, a Comissão publicou o *Livro Branco sobre o Futuro...*

Porque é que a Europa não tem alcançado os objectivos? A Europa não é uma União Política, pelo que o processo de obtenção de “sinergias de dimensão” é naturalmente menor e lento, e sujeito às vontades políticas nacionais, que podem variar ao longo dos tempos. Por outro lado, a Europa tem um ambiente menos favorável que o dos EUA relativamente à iniciativa empresarial, à inovação e ao risco. E os “motores” da economia europeia – a França, a Itália e, mais recentemente, a Alemanha – têm apresentado

fracos níveis de crescimento, de inovação e de produtividade. Sem a sua recuperação, a economia europeia não retomará o seu papel no quadro da economia global.

3. Elementos para as Políticas Económicas Nacionais

As políticas nacionais para o desenvolvimento do mercado de capitais têm de actuar, como atrás se disse, sobre o enquadramento do mercado, sobre a procura e sobre a oferta. É um processo longo e continuado, função de um sistema complexo de factores.

No campo do enquadramento, o Código do Mercado de Valores Mobiliários, de 1992, foi um marco no desenvolvimento regulamentar, em linha com as normas dos países do nosso espaço económico e financeiro. Periodicamente, tem vindo a ser melhorado no sentido da sua adaptação à especificidade da nossa economia e à estrutura do nosso tecido produtivo.

Ainda recentemente, o estudo da OCDE sobre o desenvolvimento do mercado de capitais português (2022) referia a necessidade de aprofundamento das reformas e simplificação regulamentar, incluindo a reforma da lei das sociedades, sem prejuízo da robustez das regras que inspirem confiança aos investidores e às empresas.

A criação de um ambiente favorável ao crescimento da poupança nacional bruta, em geral, e das famílias, em particular, deve ser um objectivo permanente. A poupança nacional bruta é, como se sabe, a soma das poupanças das famílias, das empresas (não financeiras) e do Estado. Ela tem-se situado a níveis insatisfatórios face à Europa.

Poupança Nacional Bruta

(%) PIB

	<u>Portugal</u>	<u>UE-15</u>
1995	20,8%	21,9%
2000	18,0%	21,9%
2010	10,8%	20,6%
2019	18,6%	24,5%
2023	20,9%	24,5%

Fonte: Eurostat

Em particular, a poupança das famílias portuguesas no PIB tem diminuído relativamente à média da Zona Euro:

<u>Poupança das Famílias</u>		
(%) PIB		
	<u>Portugal</u>	<u>Zona Euro</u>
1995	10,8%	10,4%
2000	9,2%	7,7%
2010	6,8%	8,8%
2019	5,0%	7,7%
2023	4,3%	8,4%

Fonte: Eurostat

A poupança das famílias também tem caído em relação ao rendimento disponível, mas com tendência recente de melhoria.

1995	14,4%
2000	12,7%
2010	9,4%
2019	7,2%
2022	6,3%
2023	~ 8%

Fonte: INE

Dos dados anteriores, deriva o imperativo contínuo da criação de condições para o aumento da poupança nacional (famílias, empresas e Estado).

Para a poupança das famílias, importaria de modo consistente: uma política económica continuamente virada para o aumento do ritmo de crescimento da economia; a criação de condições para empregos

mais qualificados e a melhoria das remunerações e da produtividade; a redução da carga fiscal excessiva; e incentivos a um maior nível de poupança.

O Estado deve, ao longo de um ciclo económico completo, caminhar, recorrentemente, para o equilíbrio orçamental (sobretudo em situação de dívida excessiva), mas com uma pressão fiscal moderada sobre as famílias e as empresas.

As empresas, por seu turno, deverão melhorar a sua rentabilidade, o seu autofinanciamento para níveis mais elevados de capitalização e recorrer a instrumentos de financiamento a médio e longo prazo, no quadro de uma estrutura financeira equilibrada.

De notar que a consolidação orçamental, para a sustentabilidade da dívida pública e melhoria dos *ratings* da República, constitui uma variável-chave para a redução do custo do financiamento e para a atracção do mercado de capitais.

4. Onde estão aplicadas as poupanças das famílias portuguesas?

- O total do património das famílias aparece estimado, em 2023 (séries longas do Banco de Portugal), num total de 1031 milhões de euros;
- **Mais de metade do património das famílias está na habitação.** Há nove anos consecutivos que o montante tem vindo a aumentar, tendo atingido 528,8 mil milhões de euros no final de 2023 (**51% da riqueza das famílias**);
- Por seu turno, no final de 2023, **os activos financeiros** totalizavam 502,5 mil milhões de euros (**49% da riqueza das famílias**), sendo que quase metade (**241 mil milhões de euros**) estavam sob a forma monetária (depósitos). O peso das aplicações em acções e fundos de investimento vem atrás, assim como o dos seguros de vida e fundos de pensões;
- **No segmento das acções**, no final de 2023, estariam alocados 167,5 mil milhões de euros, mas com um aumento significativo na década. Em sentido contrário, os seguros de vida e os fundos de pensões têm vindo a perder peso relativo (onde estariam investidos, no final de 2023, 54,9 mil milhões de euros).

Face ao património total das famílias (antes da dívida), a dívida situava-se em 176,1 mil milhões de euros, tendo o património total líquido (da dívida) crescido 6%, em 2023, para 855,2 mil milhões de euros. O rácio entre dívida e património está ao nível mais baixo desde 1998.

Fazendo zoom sobre as aplicações em activos financeiros de pessoas singulares, para um total de 53,5 mil milhões de euros registados nas estatísticas de gestão de activos da CMVM, verifica-se que:

Aplicações

3º. Trimestre 2023

	<u>Acções</u>	<u>Obrigações</u>	<u>Dívida Pública</u>
• Mercado Nacional	1%	0,5%	15,0%
• Mercado Internacional	8%	16,5%	14,0%
• Forma individual	2%	8,0%	24,5%
• Forma colectiva	7%	9,0%	4,5%
TOTAL	9%	17,0%	29,0%

Fonte: CMVM

Os dados evidenciam que os portugueses preferem aplicar uma parcela significativa das poupanças em activos financeiros fora do país ou em títulos de dívida pública, o que levanta a questão: como incentivar as aplicações nas empresas portuguesas (acções, obrigações, etc.)?

Trata-se seguramente de um problema de atractividade relativa, a qual depende de vários factores. Exemplos: dimensão e capacidade de crescimento das empresas portuguesas; rentabilidade dos capitais investidos; qualidade da gestão estratégica e operacional das empresas; transparência e confiança no País, nas suas instituições e nas suas empresas; poupanças disponíveis para aplicações afectas a fundos de pensões. Isto exige a introdução gradual de uma componente de capitalização na reforma da segurança social.

Alguns progressos têm sido alcançados, mas não existem “milagres de curto prazo”, pois constitui um processo de melhoria gradualista e longo no tempo.

5. Como desenvolver o Mercado de Acções do lado da oferta?

Um aspecto-chave: as empresas portuguesas precisam de aumentar a sua dimensão, uma variável crítica para a inovação, a internacionalização, para a melhoria da produtividade e a criação de empregos qualificados. Tal como na generalidade dos países, a larga maioria das empresas portuguesas são de carácter familiar, sem grandes horizontes de crescimento.

No entanto, muitas empresas têm já como objectivo o crescimento e a internacionalização. Então porque não se realizam mais IPO? E porque é que o número de empresas cotadas caiu a 1/3 em relação a 1997?

Muitas desapareceram, outras foram integradas em grupos multinacionais e poucas dispersaram o seu capital.

Existe, em primeiro lugar, uma “resistência” à abertura do capital das empresas familiares, por razões culturais:

- Os fundadores e/ou os seus descendentes (nomeadamente até à 3.^a/4.^a gerações), vêem as empresas como parte integrante do património familiar e da sua fonte de poder;
- São fontes de rendimento e de emprego para membros da família, muitas vezes sem a separação total entre a economia da família e a economia da empresa;
- Porém, têm sido feitos progressos, fruto da pressão concorrencial e dos novos desafios, as empresas familiares de maior sucesso têm caminhado para um maior grau de profissionalismo da gestão e para a separação entre as funções de família-gestora e as de família-acionista;

Esta última tendência positiva tem vindo, ultimamente, a acentuar-se devido a: em alguns casos, problemas de sucessão familiar; noutros, a interiorização que precisam de parceiros face aos desafios concorrenciais; reconhecimento da necessidade de crescimento para a sobrevivência; empresas com potencial de crescimento e já com uma maior proliferação de accionistas familiares (3.^a/4.^a gerações) fora da gestão executiva das empresas.

De notar que existem (ainda que em menor número), no panorama empresarial português, empresas de controlo familiar, mas de capital aberto, em “associação” com o mercado de capitais e com grande transparência das regras de gestão (*governance*; objectivos estratégicos de crescimento e rentabilidade, etc.).

No entanto, por outro lado, também temos empresas de dimensão assinalável (à dimensão da economia portuguesa), com rentabilidade adequada e potencial de crescimento, e que não sentiram a necessidade de abertura do seu capital. Problema de cultura? Questão de ambição? Falta de incentivos adequados? Tipos de parceria? Um *mix* de tudo. Será sempre um processo em desenvolvimento, determinado por restrições das famílias, evolução cultural, análises custos/benefícios, etc.

Nos últimos anos, tem-se acentuado o papel dos fundos de investimento de capital de risco, com parcerias com algumas empresas nacionais, tanto fundos nacionais como fundos estrangeiros (operações de maior dimensão).

Parece-nos que existe um potencial de expansão das parcerias de empresas familiares de sucesso/mercado de capitais/fundos de investimento, e também um bom potencial para o desenvolvimento das parcerias entre fundos de investimento nacionais (estádio inicial de desenvolvimento) e de fundos de investimento de maior dimensão. Estes poderão ter um papel

importante (através de parcerias) na consolidação necessária de alguns sectores/segmentos, com potencial de aumento da escala e de internacionalização.

Deve salientar-se a importância estratégica das empresas familiares, pois as empresas de controlo familiar bem geridas têm, em geral, uma estratégia de crescimento de longo prazo e são uma fonte crítica para o crescimento das economias. Os seus grandes desafios serão: a ambição de crescimento, o aumento da dimensão, a internacionalização e as parcerias adequadas.

Acreditamos que as parcerias das empresas familiares com o mercado de capitais revelam um grande potencial de expansão, como já foi evidenciado por muitos casos de sucesso empresarial, assim como prevemos um grande potencial para as parcerias entre fundos de investimento nacionais e internacionais para projectos de maior dimensão. Neste âmbito, também a dimensão e o potencial de aumento de escala e internacionalização serão elementos críticos. Justificam-se, pois, medidas de impulso ao segmento do capital de risco e de VC, na linha das propostas do FMI atrás referidas.

6. Como desenvolver o Mercado de Obrigações?

Este segmento do Mercado de Capitais revela um grande subdesenvolvimento. Poucas empresas portuguesas conseguem emitir no mercado internacional pela sua dimensão e notação de *rating* (*investment grade*). Como atrás se referiu, na estrutura produtiva portuguesa existe um problema de falta de dimensão das empresas, dominando as micro e as pequenas empresas, sem balanço adequado e notação de *rating*, e que recorrem ao crédito bancário. Temos, contudo, algumas empresas cotadas e sem *rating* que emitem obrigações, mas suportando sobrecustos em relação ao custo do financiamento bancário, por razões essencialmente ligadas com a necessidade de diversificação da sua dependência bancária e/ou dependência de programas de emissão de instrumentos do mercado monetário (papel comercial).

O relatório da OCDE aponta algumas medidas para o desenvolvimento dos mercados de obrigações de empresas portuguesas, incluindo o estudo da criação de um mecanismo de notação de crédito apropriado, em especial para as empresas de média dimensão sem acesso às agências de *rating* e em que até se aponta a hipótese de se considerar um modelo que seja o banco central a apoiar a prestação desses serviços. E defende a introdução de um quadro especial para as colocações de obrigações privadas por empresas de menor dimensão. “Um exemplo promissor poderia ser o quadro de mercado de miniobrigações”, que prevê um processo simplificado de emissão junto de investidores qualificados através de vendas directas ou de veículos para fins especiais de titularização. O relatório da OCDE refere ainda que a iniciativa poderia ser apoiada com benefícios através da criação de um segmento dedicado na Bolsa para a cotação de obrigações cuja negociação só fosse permitida a investidores qualificados. Seja no campo regulamentar, seja do lado da oferta ou da procura, são possíveis medidas de melhoria.

Neste âmbito, importa também estimular o desenvolvimento de plataformas digitais para um acesso mais directo a investidores qualificados.

7. Existem soluções milagrosas para o desenvolvimento dos mercados de capitais?

Não existem. O desenvolvimento depende de uma política económica consistente e coerente ao longo do tempo, actuando sobre os diversos factores que condicionam um mercado de capitais à dimensão da economia portuguesa, susceptível de atrair as poupanças e as empresas. As medidas de enquadramento, de incentivos fiscais e de melhoria dos aspectos regulamentares serão elementos importantes, mas mais importante ainda será o desenvolvimento contínuo de um programa de literacia e educação financeira. A Austrália, neste último campo, representa um bom exemplo, pois tem vindo a aumentar gradualmente a base dos investidores através de programas de formação económico-financeira, desde os jovens nas escolas aos adultos.

Por último, quero salientar um aspecto crítico que a OCDE também recomenda: exige-se uma cooperação estreita entre Governo, reguladores e participantes do mercado. Na realidade, só através de um trabalho continuado entre o Governo, as entidades reguladoras e os representantes dos investidores (associações acreditadas pela CMVM) se poderão encontrar soluções para novos impulsos. No entanto, tudo pressupõe uma vontade política forte e a interiorização pela política económica dos governos que as empresas, o desenvolvimento empresarial e a iniciativa privada são os motores da economia, para além do papel inteligente das políticas públicas.

9 NOTA FINAL

Este documento foi preparado por MAXYIELD, associação com personalidade jurídica de direito privado sem fins lucrativos, e é fornecido apenas para fins informativos.

As informações contidas neste documento não fornecem consultoria jurídica, contábilística, regulatória, tributária ou outros conselhos.

O leitor é o único responsável por formar suas próprias opiniões ou conclusões sobre os assuntos abordados, devendo fazer a sua própria avaliação, independente das informações e/ou opiniões disponibilizadas no presente relatório.

maxyield
Clube dos pequenos acionistas

maxyield
Clube dos pequenos acionistas

Associação registada na



Rua S. Nicolau, 13 - 5º Dto.
1100-547 Lisboa, Portugal
email: maxyield.cpa@gmail.com
<http://www.maxyield.info>