



Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.

Av. da Liberdade, n.º 196, 1250-147 Lisboa

AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado

Largo do Carmo, n.º 4, 1.º Dto., 1200-092 Lisboa, Portugal

POSIÇÃO EM MATÉRIA DE INTRODUÇÃO DE UM IMPOSTO SOBRE TRANSACÇÕES FINANCEIRAS

JULHO 2013

§ 1.º INTRODUÇÃO

O presente memorando tem como objectivo evidenciar os principais impactos negativos da proposta de criação de um Imposto sobre Transacções Financeiras (proposta de Directiva), actualmente em discussão no âmbito do Mecanismo de Cooperação Reforçada da União Europeia, procurando demonstrar que tal proposta não permitirá assegurar o cumprimento dos objectivos anunciados.

Adicionalmente, é nosso entendimento que a referida proposta, a ser concretizada, terá consequências potencialmente muito negativas para o crescimento económico e para o emprego, em particular em países de menor dimensão, e em situação económica e financeira mais frágil, como é o caso de Portugal.

Na hipótese de o Governo português vir a implementar o referido imposto, decisão contra a qual aqui nos manifestamos, consideramos que a respectiva introdução apenas deverá ocorrer em simultâneo com a sua criação em todos os Estados membros da Europa dos 27, ou na pior das hipóteses, no âmbito de um Mecanismo de Cooperação Reforçada que abranja o maior número possível de Estados membros, mas nunca no contexto de uma iniciativa autónoma do Estado Português.

Em qualquer caso, na hipótese de o imposto em causa vir a ser criado, contra o entendimento desenvolvido neste memorando, será indispensável que sejam adoptadas medidas de protecção específica de determinadas actividades, operações, instrumentos, ou intervenientes, no sentido de mitigar os respectivos efeitos negativos sobre o funcionamento da economia e sobre a capacidade de desenvolvimento, inovação e criação de emprego das empresas portuguesas.

Neste sentido, os signatários do presente memorando reiteram a sua total disponibilidade para analisar e discutir com o Governo português, os detalhes da referida proposta, nomeadamente em reuniões a estabelecer para o efeito, sendo nossa convicção que as propostas técnicas e elementos e sugestões complementares que poderemos carrear para o

presente processo de análise poderão constituir-se como um contributo de grande utilidade para o Governo português, designadamente, no contexto da discussão em curso no âmbito do Mecanismo de Cooperação Reforçada.

Sem prejuízo, cumpre notar que o trabalho agora apresentado não constitui um documento final sobre este tema; outros desenvolvimentos e recomendações poderão vir a ser produzidos, nomeadamente no contexto da monitorização do processo de negociação da referida proposta de Directiva ou, eventualmente, em sede da respectiva transposição e implementação.

Crise financeira global. A génese do problema.

A nível global, a crise financeira originou uma resposta regulatória multifacetada, tendo o G-20 concluído que o sector bancário deveria contribuir substancialmente para suportar os custos associados à intervenção dos governos e reparar e reduzir os riscos do sistema financeiro. Contudo, a oportunidade de introdução de um imposto aplicável ao sector bancário não foi aceite pelo G-20, tendo a União Europeia (UE) optado por prosseguir autonomamente a análise dessa matéria.

Na sequência, a 28 de Setembro de 2011, a UE publicou o *Impact Assessment* para a UE27 englobando três potenciais medidas: (i) extinção do regime de isenção de IVA aplicável à generalidade das operações financeiras; (ii) introdução de um imposto sobre as transacções financeiras (ITF) e (iii) introdução de um imposto sobre as actividades financeiras (IAF).

Na sequência do referido estudo, a Comissão Europeia elaborou uma Proposta de Directiva defendendo a introdução de um ITF.

No decurso das reuniões do Ecofin, de Junho e Julho de 2012, verificou-se que não existia unanimidade para um sistema comum de ITF na UE como um todo, e iniciou-se um movimento para a aplicação do Mecanismo de Cooperação Reforçada entre um grupo restrito de Estados Membros.

A 23 de Outubro de 2012, a Comissão solicitou ao Conselho Europeu a autorização para a Cooperação Reforçada na área do ITF. O Parlamento Europeu deu o seu consentimento a 12 de Dezembro de 2012 e, em 22 de Janeiro de 2013, o Conselho Europeu decidiu autorizar onze Estados Membros, entre os quais Portugal, a avançar com a Cooperação Reforçada.

Entretanto, França e Itália avançaram com modelos próprios e leis nacionais para implementação de um ITF.

A proposta de lei para o ITF francês foi apresentada ao Conselho de Ministros em 8 de Fevereiro de 2012 e aprovada pelo Parlamento a 29 de Fevereiro, tendo entrado em vigor a 1 de Agosto de 2012.

O modelo de ITF italiano foi aprovado em 24 de Dezembro de 2012, para entrar em vigor a 1 de Março de 2013, relativamente a transacções de acções, e a 1 de Julho, no que concerne as transacções de derivados.

O modelo de imposto sobre as transacções financeiras em França é aplicável a transacções, em mercado secundário, organizado e *over-the-counter* (OTC), de: (i) compras de acções e títulos similares cotados em mercado organizado emitidos por entidades locais com capitalização bolsista superior a mil milhões de euros (incluindo transacções de *High Frequency Trading* (HFT)) e (ii) *Naked Credit Default Swaps* sobre dívida pública da UE.

Este modelo comporta espaço para um conjunto de isenções, designadamente, mercado primário, transacções de *market making, repos* (operações de venda com acordo de recompra), intermediários e transacções intragrupo.

Em Itália, o modelo incide sobre (i) venda de acções e títulos similares emitidos por entidades locais com capitalização superior a 500 milhões de euros e (ii) derivados em que o activo subjacente esteja no âmbito do imposto. As operações realizadas por HFT são igualmente alvo de tributação.

O modelo italiano comporta igualmente espaço para um conjunto de isenções que incluem o mercado primário, transacções de *market making, repos* e transacções realizadas por intermediários e fundos de pensões.

Em ambos os casos, italiano e francês, a taxa de imposto é aplicada ao valor líquido diário de transacções (pós *netting*) e apenas a uma das partes envolvidas na transacção.

Cumpra igualmente notar que, pese embora o facto de diferirem em alguns aspectos, ambos os modelos, italiano e francês, são inspirados no *stamp duty* britânico ao invés do que acontece com o modelo da Proposta de Directiva da UE.

De facto, a 14 de Fevereiro de 2013, a Comissão Europeia publicou a Proposta de Directiva para o ITF, numa versão alterada mas, genericamente, muito semelhante à sua Proposta inicial de Setembro de 2011.

Na referida Proposta, a Comissão Europeia integra a introdução do ITF no quadro da sua proposta orçamental para o período de 2014-2020.

De acordo com os responsáveis das instituições da UE, o racional para a implementação de um imposto sobre o sector financeiro reside num triplo objectivo:

- (i) Assegurar que o sector financeiro suportaria uma parte do ónus da actual crise financeira, e angariar receitas fiscais;
- (ii) Desencorajar a assunção de comportamentos de risco excessivo no sector financeiro, mitigando o risco sistémico; e
- (iii) Aliviar as contribuições dos Estados Membros para o orçamento da União Europeia.

Um argumento adicional refere que o sector financeiro tem um nível de sujeição a tributação reduzido, pelo que a introdução do imposto permitiria diminuir distorções na fiscalidade do sector financeiro.

O imposto seria aplicado à maior parte das transacções financeiras realizadas pelas instituições financeiras estabelecidas nos Estados Membros e as receitas provenientes da respectiva arrecadação fiscal seriam partilhadas entre o orçamento dos Estados Membros e o da UE.

Entretanto, em meados de Abril do corrente ano, o Governo do Reino Unido apresentou um processo junto do Tribunal de Justiça da União Europeia contra o recurso ao Mecanismo de Cooperação Reforçada da UE na introdução do ITF (iniciativa que veio a merecer, igualmente, o apoio do Governo do Luxemburgo). Embora o conteúdo do processo não seja do domínio público, o mesmo estará relacionado nomeadamente com os efeitos extraterritoriais da proposta de Directiva, quando aplicados os princípios da emissão e da residência a transacções realizadas por intermediários financeiros fora do âmbito dos 11 países aderentes.

De acordo com a informação disponível sobre as discussões mais recentes dos 11 países sobre a Proposta de Directiva da Comissão Europeia, existem discordâncias significativas entre os países quando ao formato final da Directiva, deste modo, aumentando a probabilidade de que ela possa vir a revestir um formato diferente da versão actual.

No que respeita especificamente ao caso português, como é conhecido, o Governo Português fez introduzir no Orçamento de Estado de 2013 uma autorização legislativa no sentido da possível introdução da tributação das transacções financeiras em Portugal, cujo conteúdo é igualmente tido em conta na análise que a seguir se desenvolve.

§ 2.º Impactos Negativos da Introdução do ITF

a) Redução da actividade económica

São vários os possíveis efeitos negativos da introdução de um ITF com impacto no crescimento da actividade económica.

Como é público, a Comissão Europeia realizou uma primeira análise de impacto da sua proposta original (para EU27 em 2011), que reconhecia um efeito negativo no crescimento do PIB de 0,53% e uma redução no emprego de 0,2%.

Aprofundando a análise original, e considerando um conjunto de pressupostos reconhecidamente mais realistas, a empresa de consultoria OXERA (www.oxera.com), a pedido da Comissão Europeia, no seu estudo *“What would be the economic impact of the*

proposed financial transaction tax on the EU?”, estimou que a perda real de PIB possa atingir 2% (para EU27 em 2011).

A Comissão Europeia, porém, não actualizou os referidos estudos para a Proposta de Directiva apresentada ao abrigo do Mecanismo de Cooperação Reforçada, invocando que o conteúdo desta última é muito semelhante ao da original.

Acontece que, pelo facto de esta proposta se aplicar a um número muito mais limitado de países, deixando de fora algumas praças financeiras de relevo na Europa, é previsível que a Proposta tenha consequências significativas ao nível da deslocalização de transacções e arbitragem fiscal com impactos adicionais na actividade económica dos países abrangidos, bem como outros impactos negativos, que importa avaliar.

Ora, um primeiro efeito negativo do ITF resulta, desde logo, da relação entre custos de transacção, liquidez de mercado e ciclos de negócio, sendo vários os estudos que demonstram que o aumento dos custos de transacção tem impacto nas variáveis macro-económicas, entre as quais no crescimento do PIB.

O ITF é, assim, em primeira linha, susceptível de restringir, de forma significativa, a circulação de capital, factor gerador de riqueza, por essa via, podendo prejudicar de forma significativa a possibilidade de criação de emprego.

Por outro lado, na medida em que representa um aumento dos custos relativos a transacções financeiras, a medida poderá desincentivar a formação de poupanças ou a sua canalização para investimentos no mercado de capitais, agravando a actual situação de dependência do financiamento bancário.

Na verdade, os custos de transacção, como também está documentado na literatura, acabam sempre por ser repercutidos no investidor final, figura que inclui um número muito alargado de pequenos e médios aforradores.

Por outro lado ainda, o ITF afectará certamente a capacidade de acesso ao mercado de capitais pelo sector bancário, a que acrescem também as consequências negativas para a rentabilidade dos bancos, decorrentes do aumento dos custos das transacções.

Desta forma, a criação do ITF poderá contribuir para o agravamento das condições de concessão de crédito a empresas e a particulares, dificultando ainda mais o acesso ao crédito e a criação de liquidez na economia real da Europa.

Os custos da introdução do ITF, portanto, acabarão por ser suportados pelos cidadãos, pelas famílias, pelos trabalhadores e pelas empresas, que procuram financiamento junto das entidades financeiras.

Em concreto, e de acordo com o estudo que a Oxera elaborou para a Comissão Europeia (recorde-se, de 2011), quanto ao impacto do ITF sobre o custo de transacção de acções, fica claro que uma taxa de imposto de 0,1% representa, em média, a duplicação do custo da transacção para o investidor, calculado *end to end*.

Estes factores, somados entre si, permitem configurar como muito provável uma redução da actividade económica, eventualmente significativa, e uma descida do PIB, dificilmente compensadas pela receita a arrecadar em sede de ITF.

b) Baixas perspectivas sobre a receita fiscal

Uma das justificações que tem sido apontada para a introdução do ITF é o aumento eficiente de arrecadação de receita fiscal.

Contudo, não se vislumbra como tal possa ser possível, pois, de acordo com as conclusões da própria Comissão Europeia a respeito das receitas que possam ser cobradas e dos custos potenciais incorridos para o efeito, o ITF não só levará a uma redução da actividade económica como pode ainda vir a revelar-se uma forma altamente ineficiente de arrecadação de fundos públicos.

De facto, na avaliação de impacto da sua proposta original, a Comissão Europeia estimou um impacto negativo sobre o PIB de 0,53% a que corresponderia uma redução da receita fiscal de 0,21% do PIB.

Quanto à receita estimada do ITF, no cenário central da EU, esta corresponderia a 0,3% do PIB, o que mostra que a eficiência fiscal do ITF é muito limitada.

No estudo produzido pela Oxera, com pressupostos mais realistas, estima-se que a perda real de PIB possa atingir 2%, a que corresponderia uma redução da receita fiscal de quase 1% do PIB, bem superior à receita estimada do ITF, concluindo-se, pois, pela existência de um risco evidente de que a introdução do ITF possa provocar a redução das receitas fiscais globais da economia em vez de potenciar a obtenção de receitas fiscais adicionais.

Num outro estudo, produzido pela Clifford Chance, mostra-se que o modelo adoptado pela proposta europeia traduzir-se-ia num “efeito de cascata” que aumentaria significativamente o impacto do imposto (uma taxa de 0,1% transformar-se-ia numa tributação efectiva que poderia atingir 1%). Adicionalmente as transacções ficariam sujeitas a imposto, quer do lado da compra quer do da venda, duplicando estas taxas (para 0,02% nos derivados e 0,2% para os outros instrumentos sujeitos).

Acresce que, mercê da elevada elasticidade da base tributária deste imposto, estima-se que, no curto prazo, a respectiva incidência se sinta fundamentalmente nos actuais detentores de activos financeiros e, em última análise, que o imposto venha a ser suportado pelos “compradores” finais destes activos, prevendo-se que os efeitos duvidosos no crescimento económico e os riscos de fuga de capitais ultrapassem a receita fiscal a arrecadar.

No referido estudo da Oxera estimava-se a receita fiscal para a UE27, num intervalo de redução estimada dos volumes negociados, apresentando valores entre 16 e 434 mil milhões de euros.

Este amplo intervalo de estimativas mostra bem a incerteza que impende sobre os efeitos deste tipo de tributação na liquidez dos mercados, bem como, a falta de credibilidade objectiva dos pressupostos que conduzem à sua adopção.

Em Portugal, uma recente análise realizada pela PwC, aponta para que a receita fiscal resultante da aplicação de um ITF, no cenário assente em pressupostos mais realistas

constantes do *Impact Assessment* do modelo da Proposta de Directiva da UE, possa situar-se em 43 milhões de euros anuais.

A estimativa, em termos relativos, é bastante inferior ao reportado pela Comissão Europeia para a UE11, uma vez que o mercado de capitais português tem uma dimensão relativa e absoluta bastante inferior a outros países.

c)Efeitos nocivos sobre a eficiência dos mercados financeiros

Além de potenciar a redução da actividade económica, e de uma receita fiscal muito incerta, a introdução do ITF irá representar um aumento dos custos de transacção e, nessa medida, é expectável que venha a diminuir a eficiência dos mercados: os preços das transacções sobre os activos passam a ser menos representativos da informação que incorporam; o volume de transacções diminui (pelo menos, no âmbito geográfico em que vigore o imposto proposto); o número de intermediários participantes nas transacções pode também diminuir e, em consequência, a liquidez do mercado sofrerá uma redução.

Em resultado, podem aumentar os custos de financiamento para as empresas e pode ser reduzido o retorno dos investimentos, designadamente para os consumidores financeiros.

Acresce que se estimam diferentes efeitos deste imposto consoante se trate de instrumentos financeiros de curta ou de longa maturidade ou de instrumentos financeiros complexos, o que por si só gerará também um efeito de distorção nas carteiras de títulos.

Por outro lado, é igualmente muito incerta a eficácia da medida sobre o controlo do risco sistémico: mesmo que a medida se generalizasse a todos os países da UE (o que, à data, está longe de ser uma realidade, aspecto que se assume como determinante) são vários os autores que apontam o facto de, ainda assim, a medida ser susceptível de criar distorções, porque os fluxos financeiros se concentrariam ainda mais nos mercados onde a regulação é menos exigente, criando com isso maiores incertezas sobre o controle de risco sistémico, cenário particularmente prejudicial no caso português, face ao excessivo grau de exigência comparativa e peso burocrático da regulamentação vigente.

d) Inexistência de correlação comprovada entre o ITF, a correcção de falhas de mercado e a redução do risco sistémico

Um dos outros principais motivos apresentados para a introdução do ITF é o seu eventual efeito corrector de falhas do mercado por permitir a colocação de um “preço” sobre externalidades negativas.

Contudo, são poucas as evidências de que o ITF possa revelar-se eficiente na correcção dessas falhas.

Aliás, a experiência já realizada em alguns países da Europa, de tributação de transacções financeiras em mercados bolsistas, não se tem revelado apta à dissuasão dos comportamentos de assunção de risco excessivo nos mercados financeiros, nem ao consequente controlo de potencial risco sistémico, antes pelo contrário.

As evidências empíricas não sugerem que a introdução do ITF reduza a volatilidade dos mercados ou as “bolhas” especulativas em torno de certos activos.

Os estudos já realizados apontam, em geral, para a redução da actividade de negociação sobre instrumentos financeiros como efeito do ITF, assim para o aumento dos custos com os seguros contra riscos cambiais e com juros por parte das empresas, companhias de seguros, fundos de pensões e outros agentes de mercado.

Está, pois, longe de comprovação a correlação entre o ITF e a redução do risco sistémico.

Este imposto não reduz as garantias implícitas de resgate, nem corrige o tratamento fiscal da dívida, não previne as *fire sales*, nem evita os manipuladores de informação.

e)Risco de distorção concorrencial, de aumento de arbitragem e de evasão fiscal

Face ao exposto, percebe-se que os aspectos negativos decorrentes da introdução deste imposto apenas poderiam ser mitigados caso o mesmo fosse implementado à escala mundial, ou, pelo menos, na Europa e nos Estados Unidos da América.

Ora, o facto de o ITF, ao que tudo indica, poder vir a ser introduzido em apenas alguns países da UE provocará distorções de mercado com consequências muito negativas na capacidade competitiva dos países que o introduzirem antecipadamente.

Com efeito, tendo em conta a facilidade que existe actualmente na realização de transacções financeiras transfronteiriças, facilmente se perspectiva que venha a ocorrer uma deslocalização geográfica das transacções dos Estados Membros nos quais vigore o imposto para aquelas jurisdições da UE que não o tenham introduzido.

Esta é uma lição que alguns governos já aprenderam. A Suécia viu desviar 50% do volume de transacções em acções, quando introduziu um ITF em 1994. Em 1989, quando o imposto foi estendido às obrigações, as quebras de volume atingiram 85%. O imposto foi extinto em 1991. Em 1999 o Japão também abandonou a sua experiência falhada com um ITF.

Neste quadro, a introdução do ITF na economia portuguesa acabará por representar um “convite” aos investidores e empresas para que abandonem o nosso mercado, o que assume particular gravidade se tivermos presente a vocação do mercado de capitais para desempenhar a função de mercado alternativo ao financiamento bancário.

Os pretendidos efeitos extraterritoriais da proposta de Directiva, através da aplicação dos princípios da emissão e da residência a transacções realizadas por intermediários financeiros fora do âmbito dos 11 países aderentes, não resolvem o problema acabado de expor: para além do já mencionado processo apresentado pelo Reino Unido junto do Tribunal de Justiça da União Europeia), a capacidade de *enforcement* da UE relativamente àqueles efeitos mostra-se extremamente limitada mesmo no que respeita ao espaço europeu.

Assim, o facto de não estar assegurada uma introdução uniforme deste imposto em consequência da soberania dos Estados Membros em matéria fiscal, potencia a criação de

diferentes modelos na sua configuração legal, o que pode, de um ponto de vista do mercado interno, criar distorção concorrencial e potenciar o aumento de arbitragem regulatória.

Um outro aspecto a considerar, prende-se ainda com os riscos de aumento da evasão a este imposto, agravado pela ausência de um esforço significativo de acção internacional coordenada com vista a evitá-la.

Tem sido apontada a necessidade de um organismo regulador e fiscalizador da aplicação deste imposto mas, para além da inexistência uma entidade europeia desta natureza na área da fiscalidade, sabe-se que será sempre muito difícil alcançar algum consenso em torno desta questão.

Em última análise, a introdução do ITF somente em alguns países da UE irá potenciar a fragmentação do mercado interno de serviços financeiros, uma das principais estratégias de crescimento e de consolidação da UE, implicando um retrocesso dificilmente recuperável nos próximos anos.

f) Um modelo penalizador do acesso ao financiamento pelas empresas portuguesas

De acordo com o Memorando da terceira avaliação realizada pelos parceiros internacionais de Portugal, de Abril de 2012, as empresas portuguesas estão fortemente dependentes de financiamento bancário, facto igualmente confirmado, por exemplo, no Boletim Estatístico de Março de 2013, do Banco de Portugal, que refere que o endividamento das empresas privadas era de 182.5% do PIB a Dezembro de 2012 (sendo 41% financiado pelo sistema financeiro residente).

Igualmente, na quinta avaliação realizada pelos parceiros internacionais de Portugal, é referido que, no Outono de 2012, foram sentidos os primeiros sinais de optimismo e melhoria da situação do país com as emissões a longo prazo das entidades não financeiras portuguesas.

Também a Fitch, em publicação própria, refere que é expectável que em 2013 o mercado ibérico observe um forte aumento de emissões por entidades não financeiras.

No primeiro trimestre de 2013, as empresas não financeiras portuguesas emitiram 735 milhões de euros, um aumento de 72% face ao período homólogo (de acordo com dados da Bloomberg).

A tributação das transacções financeiras contribuirá para a menor atractividade do mercado de capitais como alternativa de financiamento das empresas portuguesas, aumentando a sua dependência do financiamento bancário, e reduzindo igualmente a capacidade de captação de investimento directo estrangeiro em Portugal.

Além disso, e tendo em conta a situação débil das empresas portuguesas, e em particular das empresas de menor dimensão (PMEs) e a sua dificuldade em aceder a crédito fora do sistema bancário, é expectável que o aumento da tributação/custos do sector financeiro tenha um impacto nas taxas de concessão de crédito e subseqüentemente na sustentabilidade das empresas, cumprindo recordar que as PME's representam 99,9% do tecido empresarial português, empregam 79% dos trabalhadores e geram 61% do volume de negócios do universo das empresas portuguesas.

Em conclusão:

De acordo com os vários estudos realizados sobre os efeitos da introdução do ITF, entre as várias potenciais consequências negativas destacam-se:

- i. a forte probabilidade de os operadores responsáveis por grande parte da liquidez do mercado deslocalizarem as suas actividades/investimentos para territórios em que não exista este tipo de tributação;
- ii. a redução da actividade e respectivos resultados dos vários intervenientes nos mercados financeiro e de capitais (investidores, intermediários, *brokers*, instituições financeiras, etc.);
- iii. a potencial realocização de holdings, empresas ou outras actividades não financeiras, para países fora do Mecanismo de Cooperação Reforçada (e.g. Reino Unido, Holanda, Luxemburgo, Bélgica).

A verificarem-se, estes efeitos resultarão numa quebra da receita fiscal (nas suas várias vertentes), em particular em sede de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC) e de tributação dos dividendos e mais-valias bolsistas, que tenderá a reduzir significativamente a eficiência fiscal do ITF.

Outra questão que se levanta é a complexidade e custo de implementação dos processos internos de resposta aos requisitos do ITF pelos agentes de mercado, que poderá ser desproporcional face à receita fiscal estimada, e que também irá gerar uma diminuição da base tributável através do reconhecimento dos custos de implementação dos referidos processos.

Por último, cumpre enfatizar que, em qualquer caso, qualquer modelo de ITF a introduzir em Portugal, aliás, à semelhança do que defendemos em relação à eventual adopção de Directiva no âmbito do Mecanismo de Cooperação Reforçada, deverá previamente ser objecto de avaliação de impacto e análise económica quanto aos respectivos impactos, nomeadamente, em matéria de deslocalização de transacções, investidores e empresas, e arbitragem fiscal, bem como outros impactos adicionais na actividade económica dos países abrangidos, que importa avaliar.