



INICIATIVA **AEM** PARA O MERCADO DE CAPITAIS

Com o apoio:



24

RECOMENDAÇÕES
PARA A
DINAMIZAÇÃO
DO MERCADO
PORTUGUÊS

A AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado é a associação que representa, em Portugal e na União Europeia, as empresas emitentes nacionais. Tem como objectivo central o bom desenvolvimento do mercado de capitais nacional, e representa a voz comum e o interesse colectivo das empresas emitentes, e dos seus accionistas, em todos os temas com relevância para a respectiva actividade.

A Companhia Portuguesa de Rating, S.A. é a única agência de rating sediada em Portugal. Conta com uma equipa de analistas portugueses, é reconhecida como External Credit Assessment Institution (ECAI) pelo Banco de Portugal, e está registada como Credit Rating Agency (CRA) na ESMA – European Securities and Markets Authority.

As firmas da PwC colaboram com organizações e pessoas na criação do valor que procuram. A PwC, uma network constituída por firmas independentes entre si, está presente em 158 países e conta com mais de 180 000 colaboradores que partilham o objectivo de prestar serviços de qualidade em Auditoria, Advisory e Fiscalidade. Com 28 partners e cerca de 900 colaboradores permanentes distribuídos pelos escritórios de Lisboa, Porto e Cabo Verde, a PwC Portugal tem ainda uma joint-venture com a PwC África Central, para o desenvolvimento da sua actividade em Angola

A Vieira de Almeida & Associados é uma sociedade de advogados com uma experiência de mais de trinta anos, e um percurso feito no topo da advocacia portuguesa, e tem participado em operações pioneiras nas áreas financeira e de mercado de capitais, entre outras.

A Equipa

Coordenação

AEM Abel Sequeira Ferreira, *Director Executivo*

Equipa

CPR José Poças Esteves, Presidente
Vítor Figueiredo, Director
Pedro Braga da Cruz, Consultor

PwC Jaime Esteves, Tax Partner
Catarina Gonçalves, Tax Senior Manager

VdA José Pedro Fazenda Martins, Of Counsel
Ricardo Seabra Moura, Associado Sénior
da Área Fiscal

Apresentação



Apresentação, pelo Presidente da Direcção da AEM

Coordenado pela AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, e fruto da colaboração de uma equipa interdisciplinar composta por representantes desta Associação, da Companhia Portuguesa de Rating, da PwC Portugal e da Vieira de Almeida & Associados, o presente Relatório tem como objectivo apontar um conjunto de recomendações estratégicas e de medidas no sentido da dinamização e revitalização do mercado de capitais português.

O Relatório foi precedido por um trabalho de avaliação da situação actual do mercado de capitais nacional e sistematiza, desenvolve e completa as medidas que haviam sido apresentadas, no documento preliminar “20 Propostas Estratégicas para o Mercado de Capitais”, em Setembro de 2012, através do Fórum CMVM/PME, às várias entidades com responsabilidades nesta matéria.

O Relatório contém as conclusões finais do trabalho realizado e apresenta propostas concretas de medidas legislativas e regulatórias e de acções a desenvolver no sentido de possibilitar a afirmação do mercado de capitais como uma alternativa realista de financiamento das empresas emitentes e de facilitar o acesso e a manutenção das empresas no mercado português.

Com esta iniciativa, a AEM cumpre uma das principais prioridades definidas pelas empresas suas associadas, apresentando ao mercado de capitais português um contributo devidamente sistematizado, fundamentado e pragmático, para o desenvolvimento do nosso mercado.

Mas, o presente Relatório, bem como o exaustivo trabalho que lhe está subjacente, não constitui um fim em si mesmo; o seu objectivo último apenas fica cumprido se as Recomendações e Medidas apresentadas suscitarem o diálogo articulado entre os diferentes protagonistas do nosso ecossistema para a construção de um mercado de capitais que sirva, de modo eficaz e eficiente, a economia real.

Luís Palha da Silva

Introdução



Introdução

I. Razão de Ser

Desde o início da crise económica e financeira, o mercado de capitais português registou quebras significativas ao nível dos respectivos volumes de transacções, da liquidez do mercado secundário e das capitalizações bolsistas da generalidade das empresas cotadas.

Esta circunstância, em ambiente de crescente fragmentação do mercado e a par com a ausência da entrada de novas empresas em Bolsa através de operações públicas iniciais, tem criado acrescidas dificuldades ao desenvolvimento de um mercado de capitais que sirva a economia real, que constitua uma verdadeira fonte alternativa de financiamento das empresas nacionais e que permita a recuperação da confiança dos investidores e a focalização no investimento produtivo de longo prazo.

É convicção profunda da Direcção da AEM que Portugal necessita de um mercado de capitais forte e sustentado, capaz de gerar mais investimento e, em consequência, mais crescimento, mais valor e mais emprego.

Esta convicção, porém, assenta em dois pressupostos essenciais.

Em primeiro lugar, o mercado de capitais não constitui, em si próprio, o desígnio a ser prosseguido: o mercado, ou a Bolsa, deve ser entendido como um instrumento ao serviço da economia real (e.g., investidores e empresas), útil na exacta medida em que permita reforçar os meios de financiamento disponíveis para as empresas portuguesas e, por essa via, contribua para promover a respectiva (re)capitalização e consolidação.

Em segundo lugar, é entendimento da AEM que a afirmação, desenvolvimento e sustentabilidade, do mercado de capitais nacional deve assentar na definição de uma estratégia nacional, e devidamente articulada, para a Bolsa portuguesa, que permita assegurar o acesso, o financiamento e a permanência das empresas cotadas no mercado de capitais, consubstanciando, igualmente, uma saudável e

indispensável diversificação das fontes de financiamento disponíveis para as empresas portuguesas.

II. Importância do Mercado de Capitais

Um mercado de capitais forte e expressivo é indispensável para o crescimento sustentado da economia nacional e das empresas portuguesas.

Portugal precisa de crescimento económico, bem como, de diminuir o peso do endividamento e diversificar as suas fontes de financiamento, tanto ao nível do Estado como ao nível das empresas.

O crescimento económico, através do crescimento do produto interno bruto, e o crescimento social, medido pelo aumento dos níveis de emprego, só poderão concretizar-se através do crescimento do número e da actividade das empresas presentes no sector privado da economia.

Esse crescimento implica investimento, e, portanto, financiamento.

Porém, o financiamento bancário que, tradicionalmente, tem constituído a principal forma de financiamento das empresas portuguesas, apresenta-se hoje mais escasso e mais dispendioso, e deve ser complementado com o recurso a fontes alternativas de financiamento.

Esta situação, de dificuldade no acesso ao financiamento bancário, mais restrito e com custos mais elevados, deverá agravar-se no curto e médio prazo, em resultado, por exemplo, da aplicação de novos critérios prudenciais, de maior desalavancagem, no sistema bancário, da preferência dos bancos pela concentração do crédito em dívida soberana (em parte, também por questões políticas e de incentivo regulatório) e em empresas de maior dimensão, das maiores restrições de liquidez impostas pelas regras Basileia III e Solvência II e,

em geral, da própria deterioração da situação económico-financeira, e necessidade de desalavancagem e de criação de almofadas de liquidez das próprias empresas.

Ora, sem acesso a fontes de financiamento eficientes e diversificadas, não existirá crescimento das empresas; e sem crescimento da dimensão e rentabilidade das empresas não haverá crescimento da economia.

Neste contexto, um mercado de capitais eficiente, verdadeiramente dedicado ao financiamento das empresas, e que dê resposta às suas necessidades de liquidez, visibilidade e credibilidade, constitui uma condição necessária para a retoma do crescimento em Portugal.

Na verdade, o mercado de capitais constitui, em tese, um meio eficaz para a colocação dos rácios de capital/dívida em níveis adequados, sendo a melhor forma de alargar a base dos participantes de capital de uma empresa e permitindo às empresas mais eficientes atingir uma proporção adequada entre o financiamento pelos credores e pelos seus accionistas, de acordo com rácios otimizados.

III. Situação do Mercado de Capitais Português

O Mercado de capitais nacional não tem cumprido a sua função na diversificação, e equilíbrio, das fontes de financiamento das empresas

Os problemas da estrutura de financiamento das empresas portuguesas não nasceram com a crise actual, pelo contrário, são antigos.

Desde 2004, a emissão de acções e obrigações nunca representou mais de 1% do total do financiamento das empresas portuguesas; e, em 2010 e 2011, verificou-se um movimento de regressão, sem paralelo nas economias congéneres, tendo este modo de financiamento passado a representar apenas 0,3% do financiamento total das empresas.

Reflectindo as dificuldades da crise económica e financeira, o mercado de capitais nacional, que nunca chegara a atingir um estado adequado de

desenvolvimento tem vindo a diminuir de dimensão, e mostra-se pouco expressivo, numa situação acentuada pela quebra das capitalizações bolsistas das empresas listadas, ausência de novas empresas em Bolsa e risco de saída de um número relevante de empresas, afectadas pela diminuição da liquidez e pelos excessos do peso burocrático e regulatório associado à presença em mercado organizado.

Tem-se registado um afastamento de muitos investidores do mercado nacional, como consequência da situação da economia portuguesa e do chamado “risco-País”, mas igualmente, da instabilidade e incerteza do contexto fiscal e legislativo que desmotiva o investimento, da elevada volatilidade do mercado, da pouca liquidez dos títulos, da insuficiência da poupança e da sua institucionalização e da inexistência de um número suficiente de investidores interessados em investir em empresas de dimensão intermédia e grandes PME.

E, do mesmo modo, a generalidade das empresas não recorre ao mercado de capitais para o seu financiamento.

A recente emissão, com sucesso, de vários empréstimos obrigacionistas no mercado, tem sido um dos caminhos de utilização do mercado apontados pelas empresas cotadas, aliás, fruto da sua própria iniciativa e, muitas vezes, tendo de fazer face às dificuldades criadas pelas estruturas de mercado, mas não existem indícios seguros de que estejam reunidas condições para que outras empresas possam vir a replicar de modo mais generalizado este caminho, até porque o mercado obrigacionista carece de um enquadramento regulatório mais aperfeiçoado para que as empresas de dimensão intermédia e grandes PME lhe possam aceder.

A verdade é que a maior parte das empresas continua a assentar o seu modelo de financiamento no sistema bancário, ficando, por isso, mais expostas às adversidades daí resultantes nos momentos de maior restrição.

A inexistência, em Portugal, de uma cultura de mercado generalizada, tem um peso importante na explicação do afastamento das empresas nacionais em relação ao mercado, mas não é exclusiva, existindo diversos outros factores igualmente relevantes, como, por exemplo, os custos efectivos de acesso e de manutenção da cotação, considerados excessivos, os custos efectivos

24 Recomendações para a Dinamização e Revitalização do Mercado de Capitais

decorrentes da carga regulatória aplicável, os custos implícitos, relacionados com alterações na governação, obrigações de informação e desvantagens concorrenciais, a falta de previsibilidade e clareza nos mecanismos de *delisting*, o fraco apoio do aconselhamento prestado que normalmente encara a admissão à negociação como último recurso, ou a confusão de patrimónios e falta de preparação das empresas, entre outros.

Por outro lado, e exceptuando a cerca de uma dezena de excepções, de grandes empresas cotadas, o mercado de capitais português é, essencialmente, um mercado de empresas de pequena e média capitalização bolsista e de grandes PME, para as quais a presença no mercado de capitais é vista, cada vez mais, como fonte de incertezas e de insegurança e, crescentemente menos, como resposta às necessidades de financiamento.

Este último aspecto mostra-se particularmente importante no contexto da reflexão sobre o futuro do mercado de capitais em Portugal, a qual não deve limitar-se a abranger apenas o problema do acesso de novas empresas ao mercado, mas, pelo contrário, deve contemplar, urgentemente, a questão da permanência em Bolsa das empresas actualmente cotadas, devendo ser-lhes propiciadas condições de liquidez e confiança que retirem base ao movimento designado de *going private*, que é típico dos momentos mais baixos da evolução do mercado.

Os mecanismos que permitem contrariar a tendência para o *going private* são conhecidos.

Melhorar o ambiente regulamentar, reduzir os custos associados à presença no mercado, limitar as desvantagens concorrenciais e o abuso de certas práticas de negociação, e promover a liquidez, constituem medidas essenciais, e, no caso português, urgentes, de modo a evitar o afastamento das empresas do mercado.

Este é o grupo de ideias centrais do qual partem e se desenvolvem as Recomendações e Medidas que a seguir se apresentam.

Mas este conjunto de Recomendações e Medidas tem subjacente, igualmente, e como não poderia deixar de ser, um núcleo fundamental de princípios enformadores, que a seguir se enunciam.

IV. Orientações Estratégicas

O Mercado de capitais deve SERVIR A ECONOMIA REAL

O mercado de capitais deve servir a economia real (*e.g.*, as empresas e os investidores).

As medidas de desenvolvimento do mercado de capitais português devem ser executadas com carácter de urgência, em linha com o ritmo acelerado das transformações do próprio mercado.

O mercado de capitais apenas será eficiente se tiver subjacente um ambiente no qual as empresas emitentes possam obter, nas melhores condições:

- acesso flexível e atempado a financiamento, que permita assegurar crescimento, criar emprego e gerar valor para os accionistas no longo prazo;
- acesso a estruturas adaptadas às necessidades das empresas, fiáveis, seguras e transparentes;
- condições de diálogo efectivo com os investidores e accionistas;
- transparência quanto à titularidade, em cada momento, dos valores mobiliários;
- custos adequados, relativamente aos serviços prestados pelas estruturas de mercado, intermediários financeiros, e outros intervenientes no processo de acesso ao financiamento em mercado organizado;
- transparência quanto aos custos praticados pelas estruturas de mercado e pelos intermediários financeiros;
- empenho no processo de admissão ao mercado por parte de todos os intervenientes no processo de financiamento das empresas através da Bolsa.

O Mercado de capitais deve ASSEGURAR A CONFIANÇA

A confiança dos investidores no mercado e nas empresas é essencial para gerar apetência (procura) pelos instrumentos financeiros emitidos.

A confiança assenta igualmente na possibilidade de uma boa percepção e diluição do risco.

A oferta recente de produtos de dívida em mercado por parte de empresas cotadas mostra que existe apetência por parte do público em geral para esta tipologia de produtos.

As taxas de juro praticadas no financiamento intermediado mostram que existe espaço competitivo para a emissão de produtos (por exemplo, de dívida) com remunerações que premeiem adequadamente o risco.

A possibilidade de percepção do risco por parte dos investidores é essencial: as empresas não cobertas por *research* ou *rating* terão curso difícil ou quase impossível no mercado.

As políticas públicas em matéria de mercado de capitais devem mostrar-se focadas no cumprimento deste objectivo, designadamente, através da introdução de incentivos par o recurso, pelas empresas, aos instrumentos acima referidos.

O Mercado de capitais deve INCENTIVAR O LONGO PRAZO

O Mercado de capitais deve incentivar o investimento produtivo de longo prazo.

O objectivo social fundamental do mercado de capitais deve ser o de assegurar a existência de empresas com alto desempenho e garantir o retorno satisfatório, com risco ajustado, dos investimentos.

As políticas públicas em matéria de mercado de capitais devem estar focadas no cumprimento máximo deste objectivo, tendo especialmente em consideração a necessidade de:

- criação de incentivos específicos para investimentos a longo prazo;
- melhoria da legislação e regulação (por exemplo, ao nível dos fundos de pensões), para que o investimento no mercado de capitais seja visto como uma forma atractiva de obtenção de rendimentos a longo prazo;
- sensibilização no sentido da mudança na estratégia de remuneração dos profissionais de gestão de fundos – mais focada em resultados a longo prazo e não anuais;
- promoção da responsabilidade social na gestão de fundos;
- aumento da transparência do mercado, como forma de garantir a sua sustentabilidade a médio e longo prazo, através da redução de assimetrias de informação (designadamente, por via da disseminação dos *ratings*).

24 Recomendações

01

Plano Estratégico de
Recapitalização

02

Adaptação das
Estruturas de Mercado

03

Redução dos
Custos

04

Eficiência e Celeridade
dos Tribunais

05

Monitorização da
Evolução do Mercado

06

Pólo de Atracção para
Empresas da CPLP

07

Revisão Global da
Legislação

08

Previsibilidade e
Eficiência da Lei

09

Regras de Governo
Adaptadas à Realidade

10

Adequação das
Obrigações de
Informação

11

Levantamento das
Soluções de Direito
Comunitário

12

Enquadramento das
Plataformas Alternativas

24 Recomendações

13

Aumento da Liquidez
no Mercado

14

Novo Mercado
para Obrigações

15

Alteração dos Requisitos
de Emissão de Obrigações

16

Potenciar Recurso ao
Papel Comercial

17

Fundos de Investimento
e Titularizações

18

Acesso ao *Rating*
e Análise Financeira

19

Estabilidade Fiscal
de Longo Prazo

20

Neutralidade Fiscal

21

Promoção da Poupança
e do Investimento

22

Incentivos à Presença de
Emitentes e Investidores

23

Incentivo ao
Reinvestimento
dos Lucros

24

Não Introdução
de um ITF

A. ESTRUTURAS DE MERCADO

1. Plano Estratégico para a Recapitalização Urgente das Empresas Portuguesas

Situação

Em 2010 e 2011, a emissão de acções e obrigações representou cerca de 0,3% do financiamento total das empresas; em 2012, não existindo ainda dados finais disponíveis, admite-se que possa ter representado cerca de 1% do total do financiamento das empresas portuguesas.

A capitalização bolsista em percentagem do PIB, caiu, de 51%, em 2000, para 26%, em 2011.

O contributo do mercado de capitais nacional para o financiamento da economia mostra-se insuficiente quando comparado com a média desse contributo nos E.U.A. e na própria U.E.

RECOMENDAÇÃO n.º 1

O mercado de capitais deve ser considerado no plano de diversificação das fontes de financiamento das empresas portuguesas em discussão com os parceiros internacionais.

Caso de Estudo

Na última década, os mercados financeiros do Brasil expandiram-se de forma robusta, com a capitalização bolsista a aumentar de 35% do PIB, em 2000, para 72% em 2010. No caso da Polónia, o crescimento foi de 18%, em 2000, para 40%, em 2010. Em ambos os casos, e, naturalmente, para além de outros factores, o consenso e compromisso alcançado pelos principais agentes do mercado, no sentido da adequação das respectivas regras, estruturas e instituições permitiram o desenvolvimento económico real subsequente.

As experiências brasileira e polaca de criação e concretização de um plano estratégico para o mercado de capitais devem ser conhecidas e estudadas e constituem um elemento relevante de observação para o caso português.

Medidas

- Deve ser estabelecido um Plano Estratégico de Desenvolvimento do Mercado de Capitais, que inclua medidas urgentes para a dinamização e revitalização do mercado, eventualmente no contexto de um Grupo Especial de Acção, sob a égide do Governo Português, encarregue de definir objectivos, planos de acção, e propostas concretas de alteração e concretização.
- Este Plano Estratégico de Desenvolvimento do Mercado de Capitais deve incluir medidas de incentivo ao recurso ao mercado de capitais, em especial, por empresas de dimensão intermédia e grandes PME e produtoras de bens e serviços transaccionáveis, como um contributo fundamental do mercado de capitais para a (re)capitalização das empresas portuguesas e para o crescimento da Economia.
- O Plano Estratégico de Desenvolvimento do Mercado de Capitais português deverá ser produzido até final de 2013 e implementado, com carácter de urgência, no primeiro semestre de 2014.
- Entretanto, e sempre que oportuno e compatível com os objectivos de cada processo de privatização, o Governo deve considerar a possibilidade de algumas fases das operações de privatização em curso poderem envolver a Bolsa portuguesa.
- Na impossibilidade de cotar directa e integralmente as empresas a privatizar, deverá ser considerada a possibilidade de promover a simples cotação das tranches objecto de dispersão, na medida em que se trata de uma forma de contribuir para a visibilidade e crescimento do mercado e de os investidores serem providos com um modo eficiente de realizar a respectiva negociação.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM*

A. ESTRUTURAS DE MERCADO

2. Adaptação das Estruturas de Mercado às Necessidades das Empresas Portuguesas

Situação

O financiamento bancário que, tradicionalmente, tem constituído a principal forma de financiamento das empresas portuguesas, apresenta-se hoje mais escasso e mais dispendioso, penalizando os custos de financiamento das empresas, em especial, no caso das empresas de menor dimensão. A Bolsa portuguesa deveria constituir uma alternativa viável de financiamento, mas, conforme se comprova pela experiência, em Portugal, do segmento de mercado Alternext, a capacidade de atracção de novas empresas para o mercado português, mostra-se muito insuficiente. Assim sendo, a economia nacional carece de estruturas de mercado flexíveis, com custo baixo e carga administrativa reduzida, adaptadas às necessidades reais das empresas.

RECOMENDAÇÃO n.º 2

As estruturas de mercado existentes devem ser adaptadas às necessidades das empresas portuguesas e da economia nacional.

Caso de Estudo

A Bolsa italiana lançou, em Abril de 2012, o segmento de mercado ELITE, dedicado a empresas de pequena e média capitalização bolsista.

No seu primeiro ano de actividade, este projecto obteve a adesão de mais de 100 empresas.

O projecto ELITE, que assenta num conceito de percurso a realizar pelas empresas emitentes no sentido de se dotarem das condições necessárias à sua futura admissão ao mercado, representa um exemplo de um esforço de adequação da Bolsa à realidade da economia real nacional e às necessidades das empresas locais, e, à semelhança de outros exemplos de sucesso, também entre nós, deve ser objecto de estudo e análise.

Medidas

- Deve ser criado um processo de preparação e ambientação das empresas à presença em mercado organizado, que lhes permita contactar, em ambiente real, com o conjunto de regras e obrigações que lhes serão aplicáveis e com a dinâmica dos próprios mecanismos de governação de uma sociedade cotada (e.g., a intervenção dos accionistas na vida social).
- O processo em causa deve permitir a um conjunto de empresas previamente seleccionadas realizar um percurso, devidamente acompanhado, de preparação para a futura cotação em mercado, o qual, através de certificação com carácter oficial, lhe proporcione igualmente condições mais favoráveis no acesso a outros tipos de financiamento.
- O processo de aclimação, que não deve ser concebido apenas como um período em que se apliquem custos mais baixos ou obrigações reduzidas à sociedade que opte por se juntar ao mercado, poderá, depois, ser concretizado no próprio mercado regulamentado, eventualmente, mas não necessariamente, sob a forma de admissão a um segmento de pré-acesso.
- O eventual segmento de pré-acesso, a ser criado, deverá ser sempre estruturado a nível nacional, de modo a assegurar a visibilidade das empresas portuguesas e a adequação da estrutura em causa às suas características e necessidades de financiamento, beneficiando de apoios específicos às empresas aí listadas.
- O regime de saída do mercado durante o período de aclimação, ou experimental, deve passar pela perda da qualidade de sociedade aberta eventualmente atribuída, oferecendo uma alternativa de saída aos investidores, em termos pré-definidos no Prospecto, mas que poderá passar pela oferta de alternativas, por exemplo, em obrigações e não apenas em dinheiro.
- Ainda neste contexto, deve ser simplificado o acesso à cotação de obrigações, como forma de promover a diversificação de fontes de financiamento e de promover um primeiro contacto das empresas com o mercado de capitais.

Entidades a Contactar:

*Governo de Portugal; CMVM; NYSE Euronext Lisbon
(na qualidade de sociedade gestora do mercado);
Associações representativas de sectores relevantes.*

A. ESTRUTURAS DE MERCADO

3. Redução dos Custos de Acesso, Manutenção e Transacção em Bolsa

Situação

Os custos globais suportados pelas empresas emitentes, que compreendem os preçários aplicados pelo Grupo Euronext (o que, no caso português, abrange o preçário da NYSE Euronext Lisbon mas também o preçário da Interbolsa) e as taxas cobradas pela CMVM e por outros agentes no mercado, são demasiado elevados e pouco flexíveis.

Refira-se que a NYSE Euronext tem, em Portugal, uma posição de quase monopólio, situação que, a par com as especificidades do mercado de capitais local, com a particular situação actual da economia portuguesa e com as quebras, designadamente de liquidez, no mercado português, configura uma realidade específica que merece tratamento autónomo e obriga a uma discussão cuidada do tema com a comunidade de emitentes que constitui a base da actividade da sociedade gestora.

RECOMENDAÇÃO n.º 3

Os custos efectivos de acesso e de manutenção da cotação, em especial de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou de empresas de produtoras de bens e serviços transaccionáveis, e empresas admitidas à cotação em mercado organizado devem ser reduzidos.

Em especial, os preçários do grupo NYSE Euronext Lisbon devem privilegiar uma adaptação à realidade local, ainda que isso possa afectar a tendencial uniformização ao nível do grupo NYSE Euronext.

Caso de Estudo

De entre os estudos recentes merece destaque o trabalho "Trends in the European securities industry and the implications for the Italian financial community - Atti del Convegno di Emittenti Titoli", no qual se evidenciam os elevados custos praticados pela NYSE Euronext.

Medidas

- Tendo em conta a actual situação económica e financeira do país e das empresas, devem ser reduzidas as comissões praticadas pela NYSE Euronext Lisbon, na admissão e manutenção à cotação de títulos, em especial de empresas de dimensão intermédia e de grandes PME e/ou de empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis; a revisão do preçário da NYSE Euronext Lisbon deve permitir, no final, alcançar uma redução não inferior a 10% dos custos actualmente suportados pelas empresas emitentes com a respectiva aplicação.
- Devem ser reduzidas as comissões praticadas pela Euronext Lisbon, relativamente aos custos de transacção em Bolsa, em especial, de títulos de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ ou de empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis.
- Devem ser reduzidos os custos regulatórios (incluindo a abolição de barreiras burocráticas) inerentes à cotação em mercado e/ou assegurado o equilíbrio com os custos regulatórios aplicáveis às empresas não sujeitas às regras decorrentes de cotação em mercado organizado.
- Devem ser reduzidos os custos de intermediação e de utilização de infra-estruturas de mercado; no caso específico da sociedade gestora Interbolsa, a redução dos respectivos custos a cargo das empresas emitentes deverá traduzir-se, já quanto ao ano de 2013, numa redução em montante não inferior ao montante da redução concretizada pela mesma empresa no ano de 2010 (e que foi de cerca de 6%, no caso correspondendo a cerca de € 450.000, em benefício das empresas emitentes).
- Deve ser considerada a hipótese de subsidiação cruzada dos serviços prestados pela NYSE Euronext Lisbon com as receitas obtidas por via da prestação de serviços de apoio ou facilitadores da actividade de *high frequency trading*.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; NYSE Euronext Lisbon; CMVM; Autoridade da Concorrência.*

A. ESTRUTURAS DE MERCADO

4. Maior Eficiência e Celeridade no Funcionamento dos Tribunais

Situação

Apesar dos progressos que têm sido feitos na área da Justiça, os efeitos de algumas das medidas positivas destinadas a desbloquear os tribunais e providenciar uma justiça mais especializada têm sido prejudicados por defeitos de concepção das medidas que em muito diminuem o seu alcance. Além disso, existe um conjunto de normas, de natureza geral, que não foram pensadas para a complexidade da actividade económica actual e que continuam a aplicar-se nos processos judiciais a ela respeitante.

RECOMENDAÇÃO n.º 4

As medidas na área da Justiça, destinadas a estimular a confiança das empresas e dos investidores, devem buscar a máxima eficiência e celeridade na produção de decisões judiciais, mas sem colocar em causa os direitos dos investidores e dos outros intervenientes no mercado.

Casos de Estudo

1 - Foi criado o Tribunal da Concorrência, Supervisão e Regulação, com dois juízos, o que constitui uma medida positiva, mas que foi sediado em Santarém, longe do local das sedes e domicílios das autoridades recorridas e da esmagadora maioria dos utentes deste Tribunal.

2 - Os recursos das sentenças dos tribunais que confirmam ou infirmam as decisões das autoridades reguladoras em matérias económica e financeira não admitem, em geral, recurso da matéria de facto fixada pelo juiz singular, o que face à complexidade elevada e à severidade das sanções aplicadas, deve ser objecto de ponderação cuidada.

Medidas

- Devem ser avaliadas, de modo cuidado, as normas processuais aplicáveis aos recursos e processos judiciais na área do mercado de capitais, designadamente as normas aplicáveis por força de remissões gerais.
- Deve ser reponderada a localização do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão, aproximando-o dos seus utentes, e, dessa forma, reduzindo os custos e ineficiências associadas ao seu funcionamento.
- Devem ser avaliados, de modo cuidado, os actuais prazos de prescrição de algumas infracções de maior gravidade, cuja extensão foi efectuada com o objectivo de os adaptar à elevada complexidade das matérias em julgamento, mas que pode estar a afectar a eficiência e a celeridade de algumas decisões, designadamente por força do mecanismo da interrupção.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República, Governo de Portugal*

A. ESTRUTURAS DE MERCADO

5. Monitorização e Acompanhamento da Evolução do Mercado de Capitais através de Avaliações Regulares

Situação

O mercado de capitais é eficiente quando garante um bom retorno aos investidores, resultado do bom desempenho das empresas cotadas, e quando o seu funcionamento permite controlar, atenuar e não agravar os riscos e a volatilidade que lhe são indissociáveis.

Ao contrário do que acontece noutras jurisdições nacionais, Portugal não dispõe de uma entidade especificamente apta a acompanhar o estado da utilização, pelas empresas, das diferentes fontes de financiamento disponíveis, em particular no que respeita ao mercado de capitais.

Por esta razão, também, Portugal carece de uma entidade que leve os diferentes agentes do mercado a partilharem uma visão comum quanto às necessidades e dificuldades de financiamento das empresas.

RECOMENDAÇÃO n.º 5

A concretização das Recomendações e Medidas defendidas no presente Relatório obrigam a uma mudança de atitude e perspectiva quanto ao modo como o sucesso ou insucesso do mercado de capitais português é avaliado.

O desempenho do mercado de capitais deve ser objecto de avaliação regular e periódica, com base em critérios objectivos relacionados com as funções fundamentais e a natureza essencial da Bolsa.

Caso de Estudo

São vários os exemplos de "Observatórios" ou entidades similares especificamente vocacionados para o acompanhamento da evolução dos mercados de capitais e do financiamento das empresas.

A título de exemplo, cita-se o caso francês do "Observatoire du Financement des Entreprises par le Marché".

Medidas

- Deve ser criada uma entidade do tipo “Observatório” especificamente vocacionada para o acompanhamento da evolução dos mercados de capitais e do financiamento das empresas, e constituída por representantes das empresas cotadas, dos investidores, dos intermediários financeiros, das sociedades gestoras de mercado, bem como do Governo, da autoridade de supervisão e de entidades responsáveis pelo apuramento de dados estatísticos relevantes, entre outras.
- No contexto da medida acabada de referir, ou autonomamente, deve ser realizada a avaliação regular do desempenho do mercado de capitais português, com especial atenção à respectiva eficiência aferida com base em critérios objectivos quanto:
 - ao respectivo contributo para a promoção do crescimento das empresas, através da captação de investimento (e não meramente nas estatísticas relacionadas com a negociação em Bolsa);
 - aos resultados obtidos pelos investidores (em termos de rentabilidade e protecção) em consequência do desenvolvimento da actividade das empresas emitentes;
 - à capacidade para servir as necessidades de financiamento da economia nacional e das empresas cotadas;
 - ao papel da regulação e supervisão em termos de contributo para a visibilidade das empresas, capacidade de atracção de investimento, e protecção do crédito reputacional do mercado e das emitentes.
- No contexto daquela medida, ou autonomamente, deve ser assegurada a recolha, análise e disponibilização pública (incluindo internacionalmente), de forma atempada, da informação relativa ao desempenho do mercado de capitais.
- A concretização das medidas acima enunciadas permitirão evoluir para um sistema de governação da Bolsa mais participado, por investidores e empresas emitentes, e mais orientado para a sua função essencial de mecanismo eficiente de financiamento da economia.

Entidades a Contactar:

*Governo de Portugal; Banco de Portugal; CMVM;
NYSE Euronext Lisbon; Associações representativas
de sectores relevantes.*

A. ESTRUTURAS DE MERCADO

6. Pólo de Atracção para Empresas Emitentes com Origem na CPLP

Situação

O mercado de capitais português pode constituir um pólo de atracção particularmente relevante para a admissão à negociação de empresas originárias de outros países da CPLP, em especial, nos casos em que estas empresas tenham interesses estratégicos e investimentos em Portugal. A sociedade gestora do mercado nacional, contudo, não tem explorado suficientemente esta vertente possível da sua actuação, privilegiando uma estratégia que não tem ecoado junto das empresas originárias de outros países da CPLP e não parece dar o devido relevo ao posicionamento histórico e geográfico de Portugal.

RECOMENDAÇÃO n.º 6

O Plano Estratégico de Desenvolvimento do Mercado de Capitais português, para além dos aspectos já *supra* referidos, deverá considerar especificamente a possibilidade de afirmar o mercado português como um mercado atractivo para a admissão à negociação de empresas originárias de outros países da CPLP e que tenham interesses estratégicos e investimentos em Portugal.

Caso de Estudo

N.A.

Medidas

- Deve ser ponderada a criação de um regime específico para fundos de investimento que detenham mais de 5% da carteira investida em valores mobiliários de empresas com origem noutros países da CPLP.
- Juntamente com a reposição e alargamento do teor da autorização legislativa da Lei do Orçamento do Estado para 2010 de benefícios fiscais à entrada de empresas de dimensão intermédia e grandes PME nos mercados regulamentados, através da dispersão do respectivo capital social (cfr. Recomendação 22 *infra*), deve ser ponderado o alargamento destes benefícios à entrada nos mercados regulamentados de empresas oriundas de outros países da CPLP.
- A NYSE Euronext Lisbon deverá procurar enquadrar na sua estratégia de desenvolvimento para o mercado de capitais português uma vertente de actuação que considere a possibilidade de atracção de empresas originárias de outros países da CPLP, dando o devido relevo ao posicionamento histórico e geográfico de Portugal.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM; NYSE Euronext Lisbon.*

B. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

7. Revisão Global da Legislação e Regulamentação do Mercado de Capitais Português

Situação

Apesar do esforço de identificação e de diálogo que tem vindo a ser protagonizado pelas empresas cotadas, continua a existir uma proliferação de normas regulamentares que, em alguns casos, introduzem *ex novo*, e sem o respectivo amparo legal, um conjunto de restrições à actividade dos agentes económicos.

Nestes casos, o edifício normativo acaba por erigir obstáculos à actividade dos agentes económicos, traduzindo-se num divórcio entre a legislação e regulação e as finalidades principais do mercado, de financiamento das empresas e da economia real.

RECOMENDAÇÃO n.º 7

O edifício legislativo, regulamentar e recomendatório do mercado de capitais português deve ser objecto de revisão completa com base numa avaliação de custo benefício das regras ou recomendações em causa.

Casos de Estudo

Existe uma tendência transversal a toda a regulamentação para introduzir normas inovadoras que se traduzem em restrições à autonomia privada. Há casos recentes de regulamentos em que abundam normas de natureza restritiva sem que sejam claras as normas legais habilitantes para o efeito.

A título de exemplo, refira-se que o conceito de "produto financeiro complexo" abrange hoje algumas formas de financiamento das empresas, com consequências ao nível dos requisitos para a sua emissão e comercialização.

Ainda a nível regulamentar, nota-se a imposição de determinadas obrigações de divulgação de ratings contrárias ao Regulamento (CE) N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro.

Medidas

- Deve ser realizada uma revisão geral do edifício jurídico aplicável ao mercado de capitais português, e identificadas as normas legais e regulamentares que se traduzem em custos excessivos face aos benefícios que delas se possa retirar e/ou que constituam factor de imprevisibilidade para as empresas.
- A referida revisão deve ser particularmente atenta às matérias de natureza procedimental, de modo a detectar ineficiências e eliminar procedimentos que não se afigurem indispensáveis à protecção dos investidores ou que não assegurem o desejável equilíbrio entre essa protecção e as preocupações de captação de poupança e as necessidades de financiamento das empresas e de desenvolvimento do mercado.
- A revisão da legislação vigente e a futura elaboração regulamentar devem obedecer a critérios de simplicidade e eficiência das regras aplicáveis ao mercado de capitais, as quais devem acautelar, em primeiro lugar, os interesses dos utilizadores essenciais dos mercados (ou seja, os investidores e as empresas emittentes), em termos equilibrados.
- No mesmo sentido, a revisão da legislação vigente e a futura elaboração regulamentar devem levar em consideração que algumas características relevantes da negociação em bolsa, como a liquidez, a transparência, a fixação de preços e outros objectivos similares, apesar de desejáveis não constituem em si mesmos a verdadeira finalidade do mercado de capitais (mas, apenas, instrumentos para alcançar objectivos essenciais).
- Os regulamentos das autoridades de supervisão devem executar a lei e evitar criar restrições às actividades dos agentes económicos sem a respectiva cobertura legal.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República; Governo de Portugal;
Autoridades de Supervisão*

B. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

8. Previsibilidade e Eficiência na Aplicação das Normas e Soluções Regulatórias

Situação

Apesar do esforço de alguma simplificação que tem vindo a ser realizado pelos principais intervenientes no mercado (e.g., empresas, autoridades, associações, entidades gestoras), continua a existir um excesso de legislação e de soluções regulamentares menos adequadas à presença das empresas em Bolsa.

Os procedimentos para a admissão à negociação em mercado e realização de transacções de mercado continuam a mostrar-se demorados e excessivamente burocratizados.

Os prazos determinados para a prática de actos e tomada de decisões, que, em abstracto, podem parecer razoáveis, sofrem muitas vezes a incidência de interrupções e suspensões sucessivas, acabando por se dilatar de modo excessivo o desfecho dos procedimentos.

A permanência de normas jurídicas não harmonizadas gera imprevisibilidade, não apenas quanto aos custos, mas também quanto ao desfecho das operações.

RECOMENDAÇÃO n.º 8

A legislação e regulamentação, que não constituem um fim em si mesmas, devem contribuir para incentivar os investidores e as empresas a actuar no mercado, numa perspectiva de longo prazo e num ambiente de previsibilidade e eficiência.

Casos de Estudo

O prazo para aprovação de um prospecto de oferta pública (IPO, OPS, OPV, OPA) é de 8, 10 ou 20 dias úteis, consoante os casos.

Todavia, este prazo só começa a contar-se a partir do momento em que sejam satisfeitos pedidos de informação complementares, que podem ser não apenas dirigidos ao requerente, mas a terceiros, não existindo limite para o número de pedidos de informações complementares, nem uma regra de concentração desses pedidos.

Por outro lado, a ultrapassagem do prazo para aprovações de prospectos leva ao indeferimento tácito, o que não contribui para a eficiência dos processos.

Medidas

- Deve ser realizada uma avaliação geral dos prazos vigentes para a prática de actos por parte de investidores, empresas e autoridades, aferindo da sua harmonia e consistência e procurando obter uma situação de equilíbrio e coerência entre os prazos vigentes em todo o direito dos valores mobiliários.
- A aplicação das regras deve ser consistente e previsível, evitando surpresas quanto à respectiva interpretação e concretização.
- O objectivo da supervisão deve ser o de proteger, antes de mais, a credibilidade e o crédito reputacional do mercado e das empresas emitentes.
- Em especial, o decurso do prazo deve ser associado, em regra, a um alargamento do âmbito do deferimento tácito da pretensão por parte das autoridades administrativas (ao contrário da regra de indeferimento que ainda vigora de modo generalizado), estimulando um atempado tratamento das pretensões e concedendo um crédito de confiança às empresas e aos investidores enquanto beneficiários dos actos administrativos.
- O número de interrupções dos prazos deve ser limitado ou, em alternativa, deve fixar-se um prazo máximo com incidência das interrupções (por exemplo, o prazo normal acrescido de metade) estimulando a concentração dos pedidos de informação complementar e a eficiência do funcionamento das autoridades reguladoras.
- A qualidade da regulação e da supervisão deve ser aferida pelos resultados obtidos e não apenas, ou não principalmente, pelo seu processo, carácter inovador ou apuro técnico.
- A regulação que pretende atacar as razões da crise financeira não deve afectar as empresas emitentes, que não foram responsáveis pela crise, que são cruciais para ultrapassar a crise e que carecem de financiamento através do mercado.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República, Governo de Portugal,
Autoridades de Supervisão, NYSE Euronext Lisbon*

B. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

9. Regras de Governo Societário Aplicáveis em Função da Dimensão da Empresa

Situação

Não existe, em Portugal, uma verdadeira análise de impacto do regime regulamentar e recomendatório do Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, com a indispensável avaliação dos custos e benefícios potenciais da política em causa.

Em particular, está por realizar a discussão quanto ao efeito do enquadramento regulatório e recomendatório vigente em matéria de governo das sociedades na incapacidade do mercado de capitais nacional para atrair novas empresas cotadas e de se afirmar como verdadeira fonte de financiamento alternativa ao financiamento bancário.

RECOMENDAÇÃO n.º 9

O mercado de capitais nacional, e as empresas cotadas, carecem, e muito beneficiariam, de uma reforma profunda do regime legal, regulatório e recomendatório, vigente, em matéria de governo das sociedades.

A AEM tem produzido extensa documentação e significativos contributos sobre este tema, pelo que, no presente Relatório, e sem prejuízo do disposto no número seguinte, aborda-se exclusivamente a questão da necessidade de um enquadramento específico, em matéria de *corporate governance*, para as empresas de menor dimensão.

Caso de Estudo

São vários os exemplos de códigos de governo societário especificamente destinados a pequenas e médias empresas que mostram como pode ser importante diferenciá-las, no seu estágio de evolução, das restantes empresas cotadas, e que merecem ser conhecidos e estudados pelo legislador nacional.

A título de exemplo, cita-se o caso francês do Code de Gouvernement d'Entreprise Pour les Valeurs Moyennes et Petites.

Medidas

- Deve proceder-se à revisão das recomendações vigentes (ou novas recomendações), aplicáveis às empresas de dimensão intermédia e grandes PME, tendo presente, desde logo, o debate existente, à escala europeia, quanto à necessidade de criar recomendações de governo societário que tomem em consideração a dimensão da empresa e que se mostrem especificamente adaptadas às empresas de média e pequena dimensão, fomentando uma maior participação dos accionistas e a sustentabilidade dessas empresas.
- Do mesmo modo, no mencionado processo de revisão deve ter-se em consideração que o governo de uma empresa de dimensão intermédia ou grande PME cotada tem especificidades que não se colocam numa empresa de dimensão maior (por exemplo, a problemática da acumulação da qualidade de trabalhador com a qualidade de accionista, a respectiva remuneração, o número de administradores independentes, etc.), pelo que o número e extensão das recomendações que lhes deve ser aplicado se afigura dever ser menor, até porque muitas das recomendações em causa não se apresentam como relevantes para a avaliação dos investidores na empresa (por exemplo, no que concerne as recomendações sobre limites de voto, ofertas públicas de aquisição, etc.).
- Em especial, não se afigura consistente aceitar-se a dimensão como critério de exclusão da aplicação de algumas recomendações de bom governo e, depois, apenas como mero critério de (boa) justificação para o não acolhimento de outras, sob pena de a avaliação do grau de acolhimento por parte das empresas de dimensão intermédia ou grande PME se apresentar como vazio de utilidade na decisão de investimento a tomar pelos potenciais investidores.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM; IPCG.*

B. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

10. Adequação das Obrigações de Informação

Situação

As obrigações de informação das entidades com valores admitidos ao mercado encontram-se, em grande medida, uniformizadas em termos europeus.

Todavia, regista-se, no ordenamento nacional, alguma tendência para impor deveres de informação que extravasam do previsto nas Directivas Comunitárias, sem que esteja demonstrado que a informação em causa é exigida pelos investidores e/ou tem relevância para a avaliação que estes fazem das empresas cotadas.

RECOMENDAÇÃO n.º 10

As obrigações de informação impostas às empresas devem ser revistas e (re)pensadas na perspectiva da sua utilidade efectiva para os investidores.

Se a informação não se mostrar útil para os investidores, ou se não for por eles geralmente utilizada para efeitos da avaliação das empresas, a respectiva obrigação de prestação de informação deve ser dispensada, deste modo evitando-se um custo desnecessário para as sociedades cotadas.

Caso de Estudo

O legislador português impôs a publicação de contas trimestrais às empresas que preencham dois dos seguintes critérios: mais de 150 trabalhadores, mais de €100M no balanço ou vendas líquidas ou outros proveitos superiores a €150 M.

Todavia, a Directiva da Transparência limita-se a exigir uma declaração interina da administração da empresa, e não a publicação de informação financeira nos termos da IAS 34.

A opção portuguesa pode, aliás, considerar-se (quase) isolada no contexto europeu: países como a Áustria, Inglaterra, República Checa, Holanda, Luxemburgo, Eslováquia e Itália limitam-se a exigir declarações interinas da administração.

Ainda que muitas empresas tenham interesse em publicar voluntariamente a informação trimestral, devido à cobertura de analistas, ou por estarem vinculadas ao Plano de Contas do Sector Bancário, o Relatório Mazars de avaliação da Directiva da Transparência veio evidenciar que a maioria dos investidores institucionais considera mais útil a declaração interina.

Medidas

- Deve proceder-se ao levantamento de todas as obrigações de informação não harmonizadas, constantes de lei ou regulamento, e respectiva análise à luz da utilidade e pertinência para o investidor (por exemplo, utilizando metodologias semelhantes às usadas no Relatório Mazars que procedeu à avaliação da Directiva da Transparência).
- Deve ser eliminada a obrigação de publicação de informação financeira trimestral segundo a IAS 34, colocando a prestação dessa informação ao nível das opções da empresa, e estendendo, por ora, o regime da declaração interina da administração aplicável às pequenas e médias empresas (tendo igualmente em consideração que a Proposta de Directiva da Transparência, de Outubro de 2011, se propõe eliminar a obrigação de publicação de qualquer informação financeira trimestral).
- Devem ser eliminadas as obrigações relacionadas com o sistema de governo societário aplicáveis a emitentes de obrigações, constantes do Código dos Valores Mobiliários e de leis avulsas, especialmente se as referidas obrigações estiverem classificadas com uma notação de *rating*.
- Deve proceder-se à simplificação das normas regulamentares sobre a realização de relatórios de governo societário.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República, Governo de Portugal, Autoridades de Supervisão*

B. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

11. Levantamento das Soluções de Direito Comunitário, Favoráveis ao Desenvolvimento das Sociedades e do Mercado, Não Transpostas para o Ordenamento Jurídico Nacional

Situação

Apesar do esforço de harmonização e convergência das normas nacionais com as normas comunitárias em matéria de mercado de capitais, persistem várias soluções, adoptadas pelo legislador nacional, que se mostram mais rigorosas para as empresas emitentes do que o que seria exigido pelas Directivas comunitárias.

Simultaneamente, existem soluções de direito comunitário, que beneficiariam a presença das empresas no mercado, que não foram ainda adoptadas.

As referidas normas, no seu excesso ou por via das lacunas notadas, acabam por constituir, em conjunto, um obstáculo dificilmente transponível e susceptível de desincentivar o recurso ao mercado.

RECOMENDAÇÃO n.º 11

Na transposição das Directivas comunitárias, devem procurar adoptar-se, sempre, as soluções mais simples e que estimulem a preferência das empresas pelo mercado, em detrimento de soluções mais complexas que desincentivem o recurso ao financiamento junto do público.

Caso de Estudo

Em matéria de contas anuais, o legislador português foi mais longe do que o legislador comunitário, pelo menos em 3 pontos:

- *as declarações dos responsáveis do emitente têm de abranger o relatório de gestão, enquanto as directivas comunitárias só abrangem as demonstrações financeiras;*
- *o facto de os relatórios de auditoria deverem pronunciar-se expressamente sobre os pressupostos, critérios e coerência das eventuais previsões quanto à evolução dos negócios das empresas, na prática, desincentiva a inclusão dessas mesmas previsões;*

.../...

Caso de Estudo

.../...

- as contas das empresas com obrigações cotadas têm de incluir informação sobre práticas de governo societário, o que é dispensável para o legislador comunitário.

Do mesmo modo, há normas de direito comunitário que podem revelar-se positivas para as empresas, mas que pura e simplesmente não foram transpostas.

A título de mero exemplo, a Directiva 2006/68/CE veio flexibilizar a assistência financeira da própria sociedade à aquisição por terceiros de participações no seu capital, desde que cumpridos determinados requisitos rigorosos. Todavia, a Directiva não foi transposta nessa parte para o ordenamento jurídico nacional, perdendo-se, assim, um instrumento para facilitar a entrada, nas empresas, de quem acredite na sua viabilização e desenvolvimento.

Medidas

- Na transposição de legislação comunitária, devem respeitar-se critérios de utilidade, eficácia e temporalidade.
- Deve realizar-se o levantamento global e a correcção urgente dos casos de *gold plating* de disposições comunitárias, bem como de não transposição de soluções mais favoráveis que estimulem a presença das empresas no mercado.
- A correcção das situações disfuncionais identificadas deve assentar em propostas de ajustamento e flexibilização das normas devidamente fundamentadas, incluindo o respectivo estudo de impacto.
- Devem ser eliminadas todas as exigências legais não harmonizadas no que respeita às demonstrações financeiras das entidades com valores admitidos à cotação em mercado.

Entidades a Contactar: **Assembleia da República, Governo de Portugal, CMVM**

B. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

12. Enquadramento Jurídico das Plataformas Alternativas de Negociação

Situação

Existe a convicção de que alguns mercados não regulamentados e sistemas de negociação multilateral, continuam, de algum modo, a ser construídos com inspiração nos mercados regulamentados, e, desse modo, com exigências de informação excessiva ou supérflua às empresas face ao tipo de mercado em que vão negociar os seus valores mobiliários, ou com requisitos excessivamente apertados à entrada.

RECOMENDAÇÃO n.º 12

Na concretização das propostas da União Europeia para a criação de mercados vocacionados para empresas de dimensão intermédia e grandes PME, como em geral na transposição de legislação comunitária, devem respeitar-se critérios de utilidade, eficácia e temporalidade.

Caso de Estudo

Dois anos após a sua criação, o Alternext ainda não conseguiu cativar empresas em número considerado suficiente para os objectivos a que se propõe, conclusão que não é alterada pelas recentes admissões da ISA e do fundo Nexponor (conforme resulta claro da análise dos relatórios produzidos pela Edison Investment Research, para a NYSE Euronext, sobre a evolução e desempenho daquele mercado).

As razões para esta situação devem ser ponderadas.

Uma hipótese a considerar para dotar estes mercados de maior flexibilidade será a de distribuir as empresas por segmentos não regulamentados, em função de determinados níveis de transparência, bem caracterizados e individualizados, de modo a proteger os investidores, a exemplo do que acontece nos mercados americano e alemão (algumas empresas portuguesas chegaram, aliás, a estar admitidas em plataformas desse tipo na Alemanha).

Medidas

- Devem criar-se condições para que a proposta constante da revisão da DMIF, de criação de MTFs para PME em crescimento, venha ser efectivamente aproveitada.
- Devem ser potenciadas as soluções decorrentes do Regulamento comunitário que introduziu o regime proporcionado do prospecto para PME, tendo em vista a simplificação do prospecto destas empresas.
- Os futuros actos delegados devem dotar os sistemas de negociação multilateral de um regime que vá ao encontro das necessidades e características das empresas de dimensão intermédia e grandes PME.
- Deve ser assegurada a isenção de apresentação de prospecto e informação simplificada nesses mercados, caso os limites da Directiva dos prospectos não sejam atingidos.
- Deve, designadamente, ponderar-se a criação de segmentos com níveis diversos de requisitos de entrada, de transparência e com marcas específicas, de modo a oferecer um conjunto de soluções mais flexível para as empresas e os investidores.
- Deve ser assegurada a simplificação ou, quando adequado, a dispensa de informação financeira semestral ou trimestral nesses mercados.
- No caso da informação semestral, as exigências não deverão ir além da declaração da administração sobre as posições financeiras e ocorrências verificadas no semestre.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM*

C. CONDIÇÕES DE MERCADO E INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

13. Aumento da Liquidez no Mercado

Situação

Na NYSE Euronext Lisbon, o volume de transacções totalizou 2.531,8 milhões de euros em Março de 2013, para uma capitalização bolsista total deste mercado regulamentado de 209.006,6 milhões de euros.

Em Março de 2007, o volume de transacções nos mercados secundários a contado era de 7.424,3 milhões de euros para uma capitalização bolsista de 263.171,4 milhões de euros.

RECOMENDAÇÃO n.º 13

Devem ser criados mecanismos que incentivem e facilitem o aumento da liquidez do mercado, mas sempre no estrito respeito pelos fundamentais económicos e estratégicos do desenvolvimento da actividade das empresas cotadas.

Caso de Estudo

N.A.

Medidas

- Devem ser criados incentivos à liquidez dos títulos, através de custos mais baixos cobrados pelas Bolsas e intermediários financeiros nas transacções, em especial, sobre títulos de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou de empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis.
- Devem ser criados incentivos à liquidez dos títulos, através de reduções ou eliminação dos custos legais (impostos), em especial nas transacções e rendimentos de títulos de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou de empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis.
- Deve ser incentivada a presença no mercado de intermediários financeiros especializados na admissão e financiamento de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou de empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis.
- Deve ser consolidada, aperfeiçoada, incentivada e intensificada a prática da celebração de contratos de liquidez.
- Deve proceder-se à revisão e harmonização da configuração dos “tick sizes” das acções nas diferentes plataformas e ao alargamento da variação mínima permitida para cada valor mobiliário no tocante às cotações, ordens de compra e/ou venda em Bolsa.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM; NYSE Euronext Lisbon*

C. CONDIÇÕES DE MERCADO E INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

14. Mercado de Empréstimos Obrigacionistas de Longo Prazo

Situação

O número de emissões de obrigações de dívida privada, registadas na central de valores mobiliários, tem vindo a crescer ao longo dos últimos anos. Em Abril de 2007, encontravam-se registadas 661 emissões representando 29.336,4 milhões de euros. Em Abril de 2013, o número de emissões integradas era de 1.254, representando 133.916,4 milhões de euros.

Sem prejuízo, no contexto regulatório actual, o desenvolvimento de um segmento de mercado de empréstimos obrigacionistas mostra-se particularmente difícil.

As obrigações de empresas não cotadas são vistas como de risco acrescido e sujeitas a custos de colocação superiores, os custos de manutenção são demasiado elevados, as estruturas de mercado e de intermediação não estão ainda preparadas para dar a resposta adequada e a incerteza legal existente quanto às obrigações das empresas com empréstimos obrigacionistas cotados (que têm sido, erradamente, assimiladas às das empresas cotadas) constitui um forte entrave ao desenvolvimento deste mercado.

RECOMENDAÇÃO n.º 14

Deve ser incentivado o recurso, pelas empresas, à emissão de empréstimos obrigacionistas de longa duração como instrumento relevante, não apenas de recolha de recursos estáveis que diversifiquem as fontes de financiamento por capitais alheios, mas, também, de entrada e primeiro contacto com o mercado, bem como de atracção de novos investidores.

Caso de Estudo - I

O caso específico do mercado de capitais do Luxemburgo, cuja capitalização bolsista total ultrapassava, em 2011, 112,9% do respectivo PIB, com o número de emissões de obrigações cotadas a aproximar-se das 30.000, deve ser objecto de análise e estudo cuidadoso no sentido da eventual adaptação das respectivas soluções à realidade do mercado nacional.

Caso de Estudo - II

Consultar o ANEXO

Medidas

- Deve ser criado um segmento de mercado destinado à cotação e negociação de empréstimos obrigacionistas, em especial de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou que produzam bens e serviços transaccionáveis que atribua visibilidade e comparabilidade a essas emissões.
- Devem ser corrigidas as incongruências existentes no actual regime aplicável aos emitentes de obrigações cotadas, e.g., regras legais cuja aplicação aos emitentes de valores mobiliários representativos de dívida não faz sentido, ou regras que se encontram desactualizadas face à legislação em vigor, e que pesam negativamente no momento de a empresa decidir se acede ou não ao mercado (por exemplo, alteração do art.º 374.º-A do Código das Sociedades Comerciais, que impõe que o Presidente da Mesa da Assembleia Geral das sociedades com obrigações cotadas seja independente, ou a revogação parcial das regras que impõem aos emitentes de obrigações a divulgação da remuneração individual e agregada dos membros dos órgãos de administração e fiscalização da sociedade nos seus documentos de prestação de contas.
- Deve ser assegurada a diminuição dos custos de intermediação quando a colocação das obrigações implicar o uso de uma rede bancária de retalho.
- Deve ser assegurada a simplificação substancial das necessidades de reporte substituindo-as por acompanhamentos sistemáticos por parte de entidades competentes e independentes, por exemplo, agências de *rating*.
- Deve ser criada, junto da entidade gestora de mercado, uma ferramenta informática na qual as empresas possam registar intenções de emissão de obrigações grupadas, acessível aos membros do mercado que se disponham a estruturar esse tipo de *pool* obrigacionista.
- Devem ser estabelecidas condições especiais para a criação de fundos que invistam em obrigações grupadas, que permitam o acesso de um conjunto alargado de empresas de menor dimensão ao mercado de empréstimos obrigacionistas através de um instrumento com menores custos e maior liquidez e visibilidade para um conjunto de investidores mais alargado.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM; NYSE Euronext Lisbon*

C. CONDIÇÕES DE MERCADO E INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

15. Alteração dos Requisitos de Emissão de Obrigações por Sociedades Anónimas

Situação

As sociedades anónimas podem emitir obrigações desde que o montante não exceda o dobro dos seus capitais próprios (cfr. artigo 349.º do Código das Sociedades Comerciais).

A este limite são admitidas três excepções: a) quando a sociedade tenha acções admitidas à negociação em mercado regulamentado; b) quando a emissão apresente notação de risco; c) quando existam garantias especiais constituídas a favor dos obrigacionistas.

RECOMENDAÇÃO n.º 15

Deve ser facilitada a emissão de obrigações pelas sociedades comerciais, reduzindo o âmbito das restrições existentes na lei societária, e facilitado o acesso dos investidores a novos produtos de dívida, designadamente no sector *high yield*.

Em especial, as excepções já existentes no regime vigente podem ser aperfeiçoadas, através da reconfiguração dos requisitos em causa e da correcção das incoerências que as afectam.

Caso de Estudo

Na Alemanha, durante a primeira metade de 2011 (antes de os receios da crise do euro se acentuarem), a escassez de crédito conduziu a um aumento exponencial do número de emissões obrigacionistas de pequenas e médias empresas.

O referido incremento correspondeu a um interesse do mercado em obter yields mais elevadas, na sequência da descida das taxas de juro das dívidas soberanas nesse País.

Este movimento alargou-se à Europa; o gráfico da página seguinte ilustra o aumento significativo recente do número e valor das emissões de high yields no continente europeu.

Portugal tem, igualmente, condições para explorar esta tendência, mas os requisitos para as emissões devem ser repensados, de modo a potenciar a emissão de obrigações.

.../...

Caso de Estudo

.../...



Medidas

- Deve proceder-se à revisão dos limites previstos no Código das Sociedades Comerciais à emissão de obrigações.
- Em primeiro lugar, deve estender-se a excepção ao limite à emissão de obrigações aos casos em que a sociedade já tenha obrigações cotadas (e publique, por essa via, informação suficiente ao mercado), desde que o prospecto contenha uma nota suficientemente destacada, à semelhança do que acontece no direito Italiano, alertando para a ultrapassagem do limite do dobro dos capitais próprios.
- Em segundo lugar, devem distinguir-se emissões privadas e emissões públicas, à semelhança do que acontece noutros sectores do direito dos valores mobiliários. Quando as emissões sejam reservadas a investidores institucionais, deve reconhecer-se que estes têm capacidade de análise e avaliação idêntica à dos credores bancários, pelo que se deveria deixar-lhes a liberdade de decisão quanto à sustentabilidade da dívida que lhes é proposta e respectiva subscrição da emissão.
- No caso de emissões públicas, o limite deveria ser igualmente postergado, se o valor nominal de cada obrigação ou o lote mínimo de negociação for superior a € 50.000, à semelhança do que acontece, aliás, com o papel comercial, nos termos do artigo 4.º do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de Março, na medida em que o valor em causa afasta de forma significativa o segmento do retalho da subscrição dessas obrigações.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; CMVM; NYSE Euronext Lisbon*

C. CONDIÇÕES DE MERCADO E INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

16. Medidas a Adotar Para Potenciar o Recurso à Emissão de Papel Comercial

Situação

Num contexto idêntico ao português, de dificuldade ou custo excessivo no acesso às fontes de financiamento tradicionais, outras jurisdições, como é o caso de Itália e de Espanha), reviram recentemente o enquadramento legal e fiscal em matéria de papel comercial tendo em vista melhorar o acesso a este instrumento.

Idêntico esforço deve ser realizado em Portugal (estando já em curso uma iniciativa governamental neste sentido).

RECOMENDAÇÃO n.º 16

Deve ser facilitada a expansão da utilização do papel comercial como uma forma alternativa de financiamento das empresas.

Caso de Estudo

Em Itália, o regime da cambiale finanziaria, estabelecido na Lei n.º 43 de Janeiro de 1994, foi alterado recentemente para estimular as emissões deste tipo de instrumento representativo de dívida.

Não há limites à emissão, mas cada emissão deve contar com o apoio de um intermediário financeiro que assiste o emitente no processo.

Este sponsor deve assinalar se a emissão é superior ao activo corrente da sociedade de acordo com o último balanço, classifica, ainda que de modo rudimentar, o risco do emitente, e assume uma pequena parte do risco da emissão, pois deve manter na sua carteira uma percentagem (ainda que pequena, pois não excede os 5%) dos valores emitidos até ao fim da emissão.

Medidas

(as medidas abaixo enunciadas foram entretanto objecto de uma Resposta, da exclusiva autoria da AEM, em recente Consulta do Ministério das Finanças relativa às Medidas a Adoptar Para Potenciar o Recurso à Emissão de Papel Comercial, pelo que o texto a seguir enunciado espelha o conteúdo da referida Resposta)

- No que respeita ao regime legal em causa, deve ser:
 - aumentado o prazo de maturidade do papel comercial;
 - eliminado o tecto máximo de obtenção de recursos financeiros em virtude da emissão de papel comercial;
 - flexibilizada a exigência de uma garantia integral da emissão;
 - admitida a liquidação de juros do papel comercial nos moldes que venham a ser livremente definidos pela entidade emitente;
 - reduzidos os ponderadores de risco do papel comercial, assim aumentando os incentivos à subscrição de papel comercial por parte dos bancos e de outras sociedades financeiras com carteira própria.
- No que respeita ao regime fiscal do papel comercial, recomenda-se a:
 - isenção de Imposto do Selo nas garantias a prestar ou prestadas no âmbito de emissão de papel comercial;
 - equiparação do regime fiscal dos não residentes ao regime fiscal dos títulos de dívida;
 - a isenção nos juros de pessoas singulares (incentivo à poupança e redução da taxa de juro com redução dos custos de financiamento);
 - a criação de um regime fiscal próprio para o papel comercial, por exemplo, incluindo no próprio Regime Jurídico do Papel Comercial as disposições de índole fiscal.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal*

C. CONDIÇÕES DE MERCADO E INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

17. Fundos de Investimento e Titularização de Créditos

Situação

O mercado português tem assistido a um decréscimo de investimento por fundos e à diminuição do número de fundos, ao longo dos últimos anos.

RECOMENDAÇÃO n.º 17

A criação de fundos de investimento específicos e a possibilidade de titularização de créditos de empresas de dimensão intermédia e grandes PME, bem como de empresas admitidas à cotação em mercado organizado, é fundamental para a institucionalização da poupança e para a recuperação da confiança.

Caso de Estudo

N.A.

Medidas

- Devem ser consagrados incentivos à criação de fundos de investimentos mobiliários que invistam em acções e/ou em obrigações de empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis, e empresas admitidas à cotação em mercado organizado, por exemplo, através de um regime fiscal mais favorável e regras de investimento mais flexíveis, eventualmente com carácter de fundo fechado, dada a menor liquidez dos activos subjacentes (no caso dos valores mobiliários de empresas de dimensão intermédia e grandes PME).
- Devem ser consagrados incentivos à criação de operações de titularização de créditos de diversas empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis, e empresas admitidas à cotação em mercado organizado, com possibilidade de colocação em investidores institucionais ou no retalho (desde que sujeitas a rating), como forma de facilitar o acesso ao crédito por parte deste tipo de empresas.
- As medidas acima elencadas permitiriam igualmente que investidores institucionais (e.g., seguradoras, fundos de pensões) pudessem, por esta via indirecta, investir em acções e/ou obrigações de PME e/ou empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis, admitidas à cotação em mercado organizado.
- Deve ser ponderada a possibilidade de permitir a recuperabilidade pelos investidores não residentes do IRC pago dentro do fundo.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; Comissão de Reforma do IRC; Associações representativas de intervenientes no mercado*

C. CONDIÇÕES DE MERCADO E INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

18. Acesso à Notação de Risco (*Rating*) e a Análise Financeira Independente

Situação

A notação de risco é um factor que contribui para uma adequada percepção do risco por parte dos investidores, sintetizando em juízos simples informação qualitativa e quantitativa que é complexa, superando assimetrias de informação entre emitentes e investidores e com vantagens económicas de economias de escala na análise do risco, funcionando como factor de sustentabilidade dos mercados a médio prazo.

RECOMENDAÇÃO n.º 18

Criação de incentivos à atribuição de notação de risco aos instrumentos cotados em mercado.

Em termos idênticos, criação de mecanismos que incentivem e facilitem o acesso à análise financeira.

Em ambos os casos, tem-se em vista aumentar a confiança no mercado.

Caso de Estudo

Nos Estados Unidos da América (Amex e NYSE) é obrigatório ter uma notação de rating para admitir à cotação títulos obrigacionistas, para além de ser prática do mercado ter mais do que um rating nestes casos, como forma de transmitir aos investidores o risco de crédito que eles estão a assumir, numa lógica de transparência do mercado e de protecção dos investidores, capitalizando nas economias de escala e na redução de assimetrias de informação conseguidas pelas análises de rating.

A Bolsa de Estugarda e, mais recentemente, a NYSE Euronext Paris estabeleceram também regras de obrigatoriedade de rating para admissão à cotação de empréstimos obrigacionistas de PME.

Medidas

- Devem ser criados incentivos à institucionalização de rating para um conjunto alargado de situações por forma a permitir baixar o custo de prestação destes serviços e, por essa via, aumentar o respectivo acesso por parte das empresas e o nível de protecção dos investidores.
- Em especial, deve ser ponderada a atribuição de notação de risco aos empréstimos obrigacionistas de empresas de dimensão intermédia e grandes PME, enquanto factor de maior atractividade e protecção para os investidores que permita a redução dos custos de financiamento (porque reduz as assimetrias de informação entre emitentes e investidores) e que permita igualmente reduzir os requisitos de capitais próprios das instituições de crédito, por via do reconhecimento das agências de *rating* (CRA) como *External Credit Assessment Institution* pelo Banco de Portugal.
- Deve ponderar-se a possibilidade de o custo deste serviço, para determinadas empresas poder ser assumido, total ou parcialmente, por uma verba autónoma consignada para o efeito pela entidade gestora de mercado, no âmbito da sua política de promoção do mercado, eventualmente, proveniente, em partes iguais, das diferentes taxas e comissões cobrados pelos diversos polos de gestão e regulação do mercado.
- Devem ser criados incentivos à análise financeira independente sobre acções de empresas de dimensão intermédia e grandes PME, por exemplo, através de um sistema de subsidiação cruzada a determinadas entidades de research pela entidade gestora de mercado, no âmbito da sua política de promoção do mercado, eventualmente, proveniente, em partes iguais, das diferentes taxas e comissões cobrados pelos diversos polos de gestão e regulação do mercado.

Entidades a Contactar: *Governo de Portugal; Banco de Portugal; CMVM; NYSE Euronext Lisbon*

D. FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITALIS

19. Estabilidade Fiscal a Médio e Longo Prazo

Situação

A Estabilidade Fiscal global da economia é essencial ao bom desenvolvimento do mercado de capitais.

Os agentes económicos não conseguem tomar decisões racionais e com perspectiva de médio e longo prazo no contexto de agravamentos constantes da fiscalidade em que consumidores, emitentes e investidores actuam.

A instabilidade fiscal constitui um factor de bloqueio do crescimento económico e do investimento, em especial estrangeiro, em Portugal, pois representa um dos maiores custos de contexto para aqueles que pretendem investir no mercado de capitais: torna difícil, ou mesmo impossível, a previsão, interpretação e aplicação da lei fiscal.

RECOMENDAÇÃO n.º 19

O Governo deve assegurar a Estabilidade Fiscal global da economia, ou seja, a certeza e a previsibilidade dos impostos e obrigações acessórias no mais longo prazo possível e no mínimo num horizonte de dez anos, de modo a incentivar e proteger a poupança e o investimento.

Caso de Estudo

A possibilidade de discussão prévia com as autoridades competentes e de obtenção de um ruling que cristalize a sua posição relativamente à tributação dos investimentos, tem sido um importantíssimo factor de atracção de jurisdições como a Holanda, Luxemburgo ou Suíça.

Medidas (para mais detalhe ver ANEXO)

- As alterações que decorrerem do trabalho da Comissão para a Reforma do IRC devem aspirar a ter uma validade de, pelo menos, uma década; outras alterações ao sistema fiscal deverão ser sinalizadas, desde já, em documento de estratégia fiscal, com largo apoio e/ou compromisso parlamentar.
- Deve fomentar-se a prática dos *advance rulings* e de discussões informais com a Autoridade Tributária e Aduaneira a fim de permitir, nomeadamente aos investidores estrangeiros, um grau de certeza elevado relativamente aos seus investimentos em Portugal; esta prática, quando disseminada, deve ser promovida internacionalmente, como ocorre na Holanda e no Luxemburgo.
- Deve ser feito um esforço no sentido de tornar mais eficaz e ainda mais célere a resposta a pedidos de informação prévia vinculativa, bem como no sentido de dar publicidade internacional às informações prévias publicadas.
- Deve ser feito um esforço no sentido de tornar o processo de pedidos de informação menos burocrático, nomeadamente no caso de investimento estrangeiro, designadamente através da implementação eficaz da proposta de criação de um gabinete específico para estes investidores.
- Deve ser feito um esforço no sentido de promover activamente a celebração de *Advanced Pricing Agreements*, bem como no sentido de publicitar internacionalmente a respectiva conclusão.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República; Governo de Portugal;
Comissão de Reforma do IRC*

D. FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITALIS

20. Neutralidade Fiscal e Remuneração Convencional do Capital

Situação

O sistema fiscal nacional favorece a utilização de capitais alheios como forma de financiamento das empresas, pois estes apresentam vantagens fiscais face ao recurso a capital próprio.

De facto, enquanto à remuneração dos capitais alheios corresponde uma dedução fiscal, o mesmo não se passa, para a generalidade das empresas, relativamente aos capitais próprios.

Quer o referido, quer o incentivo actualmente atribuído exclusivamente a uma categoria específica de investidores, os quais consubstanciam apenas uma forma determinada de financiamento das empresas, implica a ausência de neutralidade fiscal, em desfavor dos demais investidores, e, sobretudo, em relação a outras formas de financiamento das empresas, como os mercados organizados.

RECOMENDAÇÃO n.º 20

Tendo em vista promover o processo de (re)capitalização das empresas portuguesas, visa incentivar-se o recurso a capital próprio em detrimento de capital alheio, eliminando ou minimizando a disparidade fiscal no tratamento de capitais próprios e alheios.

Uma estrutura de capitais próprios mais robusta e diversificada, contribui para uma maior dimensão e transparência, bem assim como para uma maior facilidade na obtenção de futuros empréstimos e para uma maior autonomia financeira.

Caso de Estudo

A Bélgica implementou um regime denominado de "Notional Interest Deduction", o qual permite deduzir ao resultado contabilístico uma remuneração convencional dos capitais próprios, tendo por referência a remuneração das obrigações do tesouro belgas a dez anos. Desta forma, torna-se neutral ao nível do imposto sobre o lucro das sociedades a opção pelo financiamento da actividade com capitais próprios ou alheios.

Medidas

- Deve ser alargada à generalidade das empresas a dedução em IRC a título de remuneração convencional do capital social (RCCS), a qual seria majorada nas empresas com acções admitidas à negociação em mercado organizado.
- Deve ser assegurada uma situação de neutralidade fiscal, que anule a desvantagem competitiva dos capitais próprios face ao capital alheio, a obter através da introdução de regras fiscais que facilitem o reforço dos capitais próprios das empresas (e, em consequência, a sua admissão à cotação em mercado) e protejam os investidores, evitando potenciais distorções do mercado.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República; Governo de Portugal;
Comissão de Reforma do IRC*

D. FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITALIS

21. Promoção da Poupança e do Investimento

Situação

Entre 2012 e 2011, verificou-se um decréscimo de 13.5% no Investimento Directo Estrangeiro Líquido em Portugal, passando de 8.020.544 milhares de euros para 6.938.919 milhares de euros.

Valores em milhões de euros

TIPO DE OPERAÇÃO	2011	% Tot	2012	% Tot	Var. %	Cont. p.p.
No capital de empresas	4 618	57.6	4 200	60.5	-9.0	-5.2
Lucros reinvestidos	1 440	18.0	1 548	22.3	7.5	1.3
Créditos, empréstimos e suprimentos	1 509	18.8	839	12.1	-44.4	-8.4
Operações sobre imóveis	438	5.5	356	5.1	-18.6	-1.0
Outras operações	15	0.2	-5	-0.1	-132.5	-0.2
TOTAL	8 021	100.0	6 939	100.0	-13.5	-13.5

Fonte: Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, E.P.E. (AICEP)

RECOMENDAÇÃO n.º 21

Devem ser criados incentivos específicos para investidores interessados em investir no mercado, em especial, em empresas de dimensão intermédia e em grandes PME, nomeadamente empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis.

Caso de Estudo

N.A.

Medidas

- Devem ser derogadas certas regras de investimento impostas a determinados investidores institucionais (designadamente, fundos de investimento, fundos de pensões e seguradoras) no caso de se tratar de investimentos em empresas de dimensão intermédia e grandes PME e/ou empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis, e empresas admitidas à cotação em mercado organizado (e.g., *ratings* mínimos, liquidez dos títulos, etc.).
- Deve ser assegurada a isenção de tributação para mais valias, dividendos e juros de títulos emitidos por empresas admitidas à negociação em mercado organizado, auferidos por não residentes (singulares e, em especial, colectivos), como forma de atrair capitais externos e por essa via contribuir para o aumento da arrecadação de receita fiscal.
- Devem ser introduzidas algumas medidas fiscais que potenciem a emissão de papel comercial das empresas admitidas à negociação em mercado organizado, a fim de fazer face a carências de tesouraria.
- Deve ser assegurada a majoração para efeitos de IRC dos gastos suportados com a admissão à negociação em mercado organizado.
- Devem ser criados incentivos para as pessoas singulares que invistam em títulos de capitais próprios e alheios destas empresas, eventualmente mediante condições de manutenção mínima desses títulos durante um certo período de tempo e de concentração máxima por empresa (em valor e em percentagem do capital de cada empresa).

Entidades a Contactar: *Assembleia da República; Governo de Portugal;
Comissão de Reforma do IRC*

D. FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITALIS

22. Incentivos à Presença de Emitentes e Investidores em Mercado Regulamentado

Situação

A Lei do Orçamento de Estado para 2010 continha uma autorização legislativa, concedida pela Assembleia da República ao Governo, que visava promover, pela atribuição de determinados incentivos fiscais à entrada de PME nos mercados regulamentados, através da dispersão do respectivo capital social, permitindo por esta via a dinamização do mercado bolsista e a captação de investimento, mas que não chegou a ser usada.

RECOMENDAÇÃO n.º 22

Repor o teor da autorização legislativa, alargando-o também a empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis atendendo a que a maioria significativa das empresas que compõem o tecido empresarial português é composto precisamente por empresas de dimensão intermédia e PME.

Os incentivos fiscais destinam-se a aproximar os pequenos e médios empresários portugueses do mercado de capitais, havendo a convicção de que o efeito demonstrativo dos primeiros exemplos deverá criar uma dinâmica própria e sustentada.

Caso de Estudo

Sublinhe-se que a França e Reino Unido criaram regimes fiscais favoráveis ao investimento em pequenas e médias empresas, prevendo benefícios para as empresas que recorrem ao financiamento para reforço do capital próprio através de listagem nesses mercados regulamentados.

A proposta reposição do incentivo fiscal em apreço inspira-se na legislação aplicável naqueles Países, os quais reconheceram a importância estratégica da contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento das suas PME.

Medidas

- Deve ser recuperado o teor da autorização legislativa que constava da Lei do Orçamento de Estado para 2010 e que visava promover, pela via fiscal, a entrada de empresas de dimensão intermédia e grandes PME nos mercados regulamentados, através da dispersão do respectivo capital social, permitindo por esta via a dinamização do mercado bolsista e a captação de investimento.
- A medida acabada de enunciar deve ser alargada a empresas produtoras de bens e serviços transaccionáveis, deste modo afirmando-se como uma medida estruturante para:
 - o aprofundamento dos mercados regulamentados em Portugal;
 - uma maior integração das empresas de dimensão intermédia e das grandes PME nacionais nos mercados de capitais;
 - o reforço da capitalização e dimensão das empresas nacionais.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República; Governo de Portugal;
Comissão de Reforma do IRC*

D. FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITALIS

23. Incentivo ao Reinvestimento de Lucros

Situação

A Lei do Orçamento de Estado para 2013 prevê, em sede de autorização legislativa, uma dedução à colecta de IRC, até 2017, dos investimentos elegíveis no caso de reinvestimento dos lucros do exercício, podendo essa dedução ocorrer num dos cinco exercícios subsequentes, sempre que a colecta do exercício não seja suficiente.

Este regime corresponde a regime similar que já vigorou no âmbito da Contribuição Industrial e que actualmente está em vigor para empresas sedeadas nas Regiões Autónomas.

RECOMENDAÇÃO n.º 23

Introdução de incentivos à retenção de lucros nas empresas, e em particular nas empresas cotadas, que poderá agilizar os fluxos de tesouraria das mesmas e conduzir a uma racionalização do endividamento e a um estímulo ao investimento na actividade, com vista ao desejado crescimento económico, o qual levará ao incremento de lucros futuros e, consequentemente, da receita gerada ao nível do IRC.

Caso de Estudo

O regime em causa já vigora actualmente para as empresas sedeadas nas Regiões Autónomas.

Medidas

- Deve ser assegurada a reposição de uma dedução em IRC referente ao valor dos lucros retidos e reinvestidos na empresa pelas sociedades residentes em território português (DLRR), em especial no caso da produção de bens e serviços transaccionáveis, e permitindo aos sujeitos passivos de IRC deduzir à colecta, até ao limite da mesma, os lucros reinvestidos [de acordo com factores/percentagens a determinar].
- Deve ser assegurada a majoração da dedução acima referida no caso de empresas admitidas à cotação em mercado organizado.

Entidades a Contactar: *Assembleia da República; Governo de Portugal;
Comissão de Reforma do IRC*

D. FISCALIDADE DO MERCADO DE CAPITALIS

24. Não Introdução de um Novo Imposto sobre as Transacções Financeiras

Situação

A Lei do Orçamento de Estado para 2013 prevê, em sede de autorização legislativa, a possibilidade de criação de um Imposto sobre Transacções Financeiras (ITF).

Vários estudos internacionais têm evidenciado os impactos negativos da proposta de criação de um ITF, actualmente em discussão no âmbito do Mecanismo de Cooperação Reforçada europeu, evidenciando que o mesmo não assegurará os objectivos anunciados.

Adicionalmente, a introdução de um ITF 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.

RECOMENDAÇÃO n.º 24

O Governo português deverá evitar implementar um novo ITF, a não ser que a criação do mesmo ocorra 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.

Conhecendo a facilidade que existe na realização de transacções financeiras transfronteiriças não é difícil perspectivar que venha a ocorrer uma deslocalização geográfica das transacções dos Estados nos quais vigore o imposto para as jurisdições não abrangidas pelo mesmo.

Caso de Estudo

Quando, em 1984, a Suécia introduziu um ITF, o mercado sueco viu desviar 50% do volume de transacções em acções para outros mercados. 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.

Medidas

- Previamente a qualquer iniciativa legislativa no sentido da possível introdução da tributação das transacções financeiras em Portugal, deverão ser necessariamente considerados os respectivos efeitos negativos na actividade económica:
 - redução da actividade económica;
 - baixas perspectivas sobre a receita fiscal;
 - efeitos nocivos sobre a eficiência dos mercados financeiros;
 - ausência de correlação entre o imposto e a redução do risco sistémico;
 - risco de distorção concorrencial, de aumento de arbitragem e de evasão fiscal;
 - penalização do acesso ao financiamento pelas empresas portuguesas.
- Em qualquer caso, na hipótese de o imposto em causa vir a ser criado, contra o entendimento desenvolvido neste Relatório, será indispensável a adopção de 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.
- Além disso, na hipótese de o imposto em causa vir a ser criado, contra o entendimento desenvolvido neste Relatório, o intuito do imposto deve ser repensado direccionando-o para o combate de actividades meramente especulativas (em particular, as relacionadas com mecanismos de *high frequency trading* e *naked swaps*) que podem impactar negativamente o mercado e a economia europeia (neste caso, a receita fiscal em causa devia ser alocada para o correcto e transparente desenvolvimento e impulso da integração de empresas de menor dimensão no mercado de capitais em Portugal).

Entidades a Contactar:

***Assembleia da República; Governo de Portugal;
Comissão de Reforma do IRC***

Anexo



A. Remuneração Convencional do Capital (*Recomendação n.º 20*)

Proposta de redacção da norma

Incentivos ao recurso do capital próprio

“1 – Os sujeitos passivos de IRC residentes em território Português que exerçam, a título principal, uma actividade de natureza agrícola, industrial, comercial e de serviços e os não residentes com estabelecimento estável nesse território podem deduzir ao montante apurado nos termos do artigo 90.º do Código do IRC, e até à sua concorrência, o valor correspondente à remuneração convencional do capital social, calculada mediante a aplicação da taxa anual correspondente à EURIBOR a 12 meses no final do exercício acrescida de um spread de 3 pontos percentuais ao montante das entradas realizadas, por entregas em dinheiro, pelos sócios, no âmbito da constituição de sociedade ou de aumento do capital social, desde que a sociedade beneficiária seja qualificada como pequena ou média empresa nos termos da legislação aplicável;

2 – A dedução a que se refere o número anterior é feita nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 90.º do Código do IRC, na liquidação do IRC respeitante ao exercício em que foram realizadas as entradas e, quando o não possa ser integralmente, a importância ainda não deduzida poderá sê-lo, nas mesmas condições, na liquidação dos cinco exercícios seguintes.

3 – A dedução à colecta a que se refere o número 1 deste artigo:

- a) Aplica-se exclusivamente às entradas, no âmbito de constituição de sociedades ou de aumento do capital social, que ocorram entre 1 de Janeiro de 2013 e 31 de Dezembro de 2017;
- b) É majorada em 5% sempre que o montante das entradas realizadas seja efectuado em sociedades cotadas em bolsa de valores.
- c) É majorada em 5% sempre que o montante das entradas realizadas seja efectuado em pequenas e médias empresas ou em empresas de dimensão intermédia.

.../...

A. Remuneração Convencional do Capital (*Recomendação n.º 20*)

.../...

- d) As majorações previstas nas alíneas b) e c) anteriores são acumuláveis.
 - e) Para efeitos do presente artigo, entende-se por “pequenas e médias empresas” as entidades como tal definidas pela RECOMENDAÇÃO DA COMISSÃO 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003.
 - f) Para efeitos do presente artigo, entende-se por “empresas de dimensão intermédia” as entidades que respeitem a definição usada pelo Securities and Markets Stakeholder Group da ESMA no seu relatório de 10 de Outubro de 2012, intitulado “Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding - An own-initiative report by the Securities Markets Stakeholder Group to the ESMA Board of Supervisors” (empresas com capitalização bolsista / valor de mercado inferior a 500 milhões de euros).
- 4 – Não são cumuláveis com este benefício os previstos nos n.º 3 e seguintes do artigo 32.º Aº do Estatuto dos Benefícios Fiscais.”

B. Incentivos a Emitentes e Investidores para Entrada em Mercados Regulamentados (*Recomendação n.º 22*)

Proposta de redacção da norma

“Medidas de incentivo fiscal para pequenas e médias empresas com capital disperso em mercado organizado”

“1 – Os montantes com os gastos relacionados com a primeira admissão de pequenas e médias empresas a um mercado organizado de capitais com vista à dispersão do respectivo capital social, incluindo, designadamente, taxas, comissões e outros custos de admissão ou de intermediação devidamente justificado, são majorados em 150 % em IRC a partir do período de tributação, inclusive, em que se verifique a admissão da empresa ao mercado organizado, desde que incorridos nesse período de tributação, no anterior ou no seguinte.

2 - Os incentivos previstos no número anterior apenas são aplicáveis às pequenas e médias empresas que dispersem em mercado organizado de capitais, por qualquer forma, pelo menos 25 % do respectivo capital social, desde que a totalidade do benefício não ultrapasse € 200 000 por entidade beneficiária, durante um período de três anos, de acordo com as regras comunitárias aplicáveis aos auxílios de minimis, definidas no Regulamento (CE) n.º 1998/2006, da Comissão, de 15 de Dezembro, e não são aplicáveis nos períodos de tributação em que o lucro tributável seja determinado por métodos indirectos.

3 - São deduzidos à colecta de IRS, nos termos e condições previstos no artigo 78.º do respectivo Código, 25 % dos valores aplicados na aquisição de acções de pequenas e médias empresas no âmbito de subscrição de capital, por estas, em mercado organizado de capitais, e na aquisição de unidades de participação em fundos de investimento mobiliário que invistam no mínimo 5% da sua carteira em valores mobiliários de pequenas e médias empresas ou de empresas de dimensão intermédia, por um período mínimo de 1 ano, e que se constituam e operem de acordo com a legislação nacional, até ao limite global de € 500, por sujeito passivo.

.../...

B. Incentivos a Emitentes e Investidores para Entrada em Mercados Regulamentados (*Recomendação n.º 22*)

.../...

4 – Para efeitos do presente artigo entende -se por:

a) «Pequenas e médias empresas» as entidades como tal definidas pela RECOMENDAÇÃO DA COMISSÃO 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003.

b) «Empresas de dimensão intermédia» as entidades que respeitem a definição usada pelo *Securities and Markets Stakeholder Group* da ESMA no seu relatório de 10 de Outubro de 2012 intitulado “Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding - An own-initiative report by the Securities Markets Stakeholder Group to the ESMA Board of Supervisors”: empresas com capitalização bolsista/valor de mercado inferior a 500 milhões de euros.

c) «Mercado organizado de capitais» os mercados regulamentados e os sistemas de negociação multilateral a que se referem as alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 198.º do Código dos Valores Mobiliários, bem como outras formas organizadas de negociação que a CMVM determine por regulamento.

5 – O presente incentivo caduca no prazo de 5 anos a contar da sua entrada em vigor.”

C. Incentivo ao Reinvestimento de Lucros (*Recomendação n.º 23*)

Proposta de redacção da norma

Dedução de Lucros Retidos e Reinvestidos (DLRR)

“1 — Os sujeitos passivos de IRC que exerçam a título principal uma actividade agrícola, comercial, industrial e de serviços podem deduzir à colecta 10% dos lucros reinvestidos na aquisição dos bens referidos no número seguinte.

2 — Para efeitos da dedução prevista no número anterior considera-se relevante todo o investimento na aquisição, produção ou construção de:

- a) activos fixos tangíveis, à excepção de edifícios, terrenos e viaturas ligeiras de passageiros ou mistas;
- b) activos biológicos que não sejam consumíveis;
- c) activos intangíveis sujeitos a deprecimento.

3 — Apenas são elegíveis as aquisições de bens em estado novo, que sejam directamente afectos à actividade principal e sejam mantidos na titularidade do sujeito passivo por um período mínimo de cinco anos.

4 — Não se consideram relevantes os investimentos em activos intangíveis adquiridos em resultado de actos ou negócios jurídicos do sujeito passivo beneficiário com entidades com as quais se encontre numa situação de relações especiais, nos termos definidos no nº4 do artigo 63.º do Código do IRC.

5 — O reinvestimento pode ocorrer no exercício a que os lucros dizem respeito ou no exercício seguinte.

6 — Os valores não deduzidos por insuficiência de colecta no exercício a que os lucros dizem respeito podem ser deduzidos nos cinco períodos de tributação subsequentes.

.../...

C. Incentivo ao Reinvestimento de Lucros (*Recomendação n.º 23*)

.../...

7 — Não sendo concretizado, total ou parcialmente, o reinvestimento até ao fim do período de tributação seguinte ao do apuramento dos lucros retidos, deve corrigir-se a dedução que tenha sido efectuada, havendo lugar ao pagamento de juros compensatórios.

8 — A dedução à colecta a que se refere o número 1 deste artigo é de 15% sempre que o montante do reinvestimento seja efectuado por:

- a) Sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado;
- b) «Pequenas e médias empresas» as entidades segundo a definição da RECOMENDAÇÃO DA COMISSÃO 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003.
- c) «Empresas de dimensão intermédia»: as entidades segundo a definição usada pelo Securities and Markets Stakeholder Group da ESMA no seu relatório de 10 de Outubro de 2012 intitulado “Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding - An own-initiative report by the Securities Markets Stakeholder Group to the ESMA Board of Supervisors”: empresas com capitalização bolsista / valor de mercado inferior a 500 milhões de euros.

9 — A dedução prevista no número anterior é justificada por documento a integrar o processo de documentação fiscal a que se refere o artigo 130.º do Código do IRC, que identifique discriminadamente o investimento relevante, o respectivo montante e outros elementos considerados relevantes.

10 — A contabilidade dos sujeitos passivos de IRC beneficiários do DLRR deve evidenciar o imposto que deixe de ser pago em resultado da dedução a que se refere o artigo 3.º, mediante menção do valor correspondente no anexo ao balanço e à demonstração de resultados relativa ao exercício em que se efectua a dedução.”

D. Levantamento das Soluções de Direito Comunitário, Favoráveis ao Desenvolvimento das Sociedades e do Mercado, não Transpostas para o Ordenamento Jurídico Nacional (*Recomendação n.º 11*)

Alguns Exemplos

Na área do *rating*, segundo o Regulamento da CMVM n.º 5/2008 – Deveres de Informação (Regulamento da CMVM 5/2008), “a atribuição de notação de risco” constitui-se como obrigação de divulgação em quatro pontos:

- Artº 3.º d): atribuição de notação de risco a um emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição efectuada com o consentimento deste e quaisquer subsequentes alterações
- Artº 4.º n.º 1 b): atribuição de notação de risco a outros valores mobiliários de prazo igual ou superior a um ano efectuada com o consentimento do emitente e quaisquer subsequentes alterações
- Artº 4.º n.º 2: atribuição de notação de risco a valores mobiliários representativos de dívida com prazo igual ou superior a um ano efectuada com o consentimento do emitente e quaisquer subsequentes alterações
- Artº 4.º n.º 2 a): atribuição de notação de risco ao emitente de valores mobiliários representativos de dívida com prazo igual ou superior a um ano efectuada com o seu consentimento e quaisquer subsequentes alterações

Ora o REGULAMENTO (CE) N.º 1060/2009 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 16 de Setembro de 2009 (Regulamento 1060/2009), prevê que:

- Se entende por “notação de risco um parecer (...) emitido através de um sistema de classificação (...)” (artigo 3.º n.º 1 a))

- “Considera-se que uma agência de notação de risco (...) emitiu uma notação de risco se tal notação de risco tiver sido publicada no sítio da internet da agência de notação de risco ou por qualquer outro meio, ou distribuída por assinatura (...)” (artigo 4.º n.º 2))

Desta forma, estando este Regulamento 1060/2009 em vigor, uma notação de risco só se considera emitida quando for publicada ou distribuída por assinatura (e só neste caso é abrangida pelo Regulamento 1060/2009, passando a ser alvo de supervisão pela ESMA).

Assim sendo, a sua divulgação conforme previsto no Regulamento da CMVM 5/2008 encontra-se em contradição com o referido Regulamento 1060/2009, a não ser que a expressão “atribuição” referida no Regulamento da CMVM 5/2008 se refira à sua emissão, i.e., à sua publicação ou distribuição por assinatura da notação, conforme referido no artigo 4.º n.º 2 do Regulamento 1060/2009 (o que parece uma interpretação claramente forçada, até pelo facto da expressão “atribuição de notações de risco” ser utilizada num contexto completamente diferente no mesmo Regulamento 1060/2009: vide nº 2 do artigo 8º e ponto 7 da Secção C do Anexo I).

Para além disso, uma agência de notação de risco que atribua notações apenas para uso privado, não se encontra abrangida pelo Regulamento 1060/2009, pelo que não é obrigada a registar-se junto da ESMA. O referido Regulamento da CMVM 5/2008 pode levar a uma situação em que uma agência de notação de risco nestas circunstâncias entre numa ilegalidade, já que, tendo atribuído determinado rating apenas para uso privado, este rating é, por via do Regulamento 1060/2009 obrigado a ser tornado público (o que obrigaria a agência de notação de risco a estar registada junto da ESMA)

Acresce que o Código dos Valores Mobiliários se encontra manifestamente desatualizado face ao referido Regulamento 1060/2009, ao atribuir à CMVM poderes de supervisão sobre as agências de notação de risco, que já não existem há mais de um ano.

Medidas Concretas:

- Pelo referido, e como forma de incentivar os emitentes de obrigações a recorrer ao rating externo sem receios de serem obrigados a publicá-lo caso não seja esse o seu desejo / objectivo e podendo colocar em ilegalidade agências de notação que actuam apenas na área dos ratings privados, o referido Regulamento da CMVM n.º 5/2008 devia ser actualizado e alinhado com a legislação em vigor (Regulamento 1060/2009), substituindo a expressão “atribuição” nos pontos acima referidos pela expressão “emissão”.
- Actualização do Código dos Valores Mobiliários, eliminando as referências aos poderes de supervisão da CMVM sobre as agências de notação de risco.

E. Alteração aos Limites Impostos à Emissão de Obrigações (Recomendação n.º 15)

Código das Sociedades Comerciais

Artigo 349º

(...)

“1 - As sociedades anónimas não podem emitir obrigações de valor unitário inferior a €50.000 se o montante das obrigações já emitidas e não amortizadas exceder o dobro dos seus capitais próprios.

2 - (...)

3 - (...)

4 - O limite fixado nos números anteriores não se aplica:

a) As sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, devendo ser incluída uma nota suficientemente destacada no prospecto, informando que “as obrigações excedem o limite do dobro dos seus capitais próprios previsto no artigo 349.º do Código das Sociedades Comerciais, pelo que poderão representar um risco de crédito acrescido para o investidor”.

b) As sociedades que apresentem notação de risco da emissão atribuída por sociedade de notação de risco registada na ESMA – European Securities and Markets Authority.

c) (...)

d) As emissões por oferta particular destinadas a investidores qualificados.

5 - (...)

6 - (...)

E. Mercado de Empréstimos Obrigacionistas de Longo Prazo (Recomendação n.º 14)

Caso de Estudo - II

Entre as disposições legais que revelam uma menor sensibilidade legislativa à emissão e admissão de obrigações à negociação em mercado, veja-se, por exemplo, as que impõem que as sociedades com obrigações admitidas ao mercado regulamentado devem divulgar a remuneração individual e agregada dos membros dos órgãos de administração e fiscalização da sociedade nos seus documentos de prestação de contas, bem como a regra que impõe que apresentem anualmente à Assembleia geral, para aprovação, uma declaração sobre política de remuneração dos membros dos respectivos órgãos de administração e fiscalização. A divulgação da remuneração dos membros dos órgãos sociais da sociedade e a aprovação e monitorização da política de remunerações interessará, sobretudo, aos accionistas da sociedade, de forma a minimizar os designados problemas de agência. Para os credores obrigacionistas, essas divulgações têm muito pouco relevo, já que os seus direitos concorrem apenas secundariamente com os valores pagos aos administradores, ao contrário do que sucede com o direito aos dividendos dos accionistas. A relevância pode ser maior nos produtos híbridos (obrigações convertíveis em acções, obrigações indexadas a acções), mas a imposição destes deveres à generalidade dos emitentes dos empréstimos obrigacionistas não parece ser justificada.

