

Ao

[.....]

Lisboa, 20 de Maio de 2015

N/ Ref.ª: AEM/ASF/[.....]

Assunto: Posição da AEM relativamente à “Construção de uma União dos Mercados de Capitais” (*Capital Markets Union*)

Exmos. Senhores,

A AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO apresentou a sua Posição relativamente ao Livro Verde da Comissão Europeia em matéria de “Construção de uma União dos Mercados de Capitais”.

A Posição apresentada foi desenvolvida em diálogo estreito com as associações congéneres de outros países europeus, no contexto da EuropeanIssuers em cujos grupos de especialistas e Conselho de Direcção a AEM tem assento.

Nestes termos, em anexo, juntamos a referida Posição, acompanhada por uma breve síntese que espelha a opinião e as principais preocupações das empresas emitentes portuguesas no quadro comum das sugestões e recomendações apresentadas pelas empresas cotadas europeias.

No entretanto, reiteramos a permanente disponibilidade e empenho da AEM para continuar a trabalhar e a colaborar na identificação e proposta das soluções mais adequadas para os problemas e dificuldades do mercado de capitais português.

Sem outro assunto, apresentamos os melhores cumprimentos, com elevada consideração,

Pela Direcção,

Abel Sequeira Ferreira

Director Executivo

“Construção de uma União dos Mercados de Capitais” (*Capital Markets Union*)

Posição da AEM

Breve Síntese

A. Uma União dos Mercados de Capitais para as Empresas e os Investidores

A AEM congratula-se com a iniciativa da Comissão Europeia relativa à criação de uma “União dos Mercados de Capitais”, por considerar que este projecto consubstancia um novo conjunto de prioridades, para a União Europeia, focadas no crescimento económico e na criação de emprego.

Em especial, a AEM concorda com a asserção da Comissão Europeia segundo a qual “a Europa precisa de aumentar o fluxo de investimento, institucional e de retalho, através dos seus mercados de capitais” e “os mercados de capitais devem desempenhar um papel mais relevante no financiamento da economia”.

Porém, na opinião desta Associação, para que a União dos Mercados de Capitais possa atingir os seus objectivos, este projecto deve dar prioridade às necessidades tanto das empresas emittentes como dos investidores, procurando o máximo equilíbrio possível entre os interesses destas duas categorias de utilizadores dos mercados e evitando intervenções normativas desnecessárias.

Em nossa opinião, o ponto essencial, quanto ao desenvolvimento dos mercados de capitais na Europa, deve ser o de assegurar que os mercados em causa facilitam e atraem o encontro dos investidores e das companhias, face às oportunidades de transacção existentes, e que a transferência de capital se realiza da forma mais adequada e flexível possível.

Ora, nos termos da actual versão do Livro Verde, pressente-se a possibilidade de, numa repetição indesejável do que foi acontecendo ao longo dos últimos anos de actividade legislativa das instâncias europeias, mais uma vez as empresas poderem ser deixadas à margem da arquitectura da União dos Mercados de Capitais, a qual nos parece ainda excessivamente focada nas questões da estabilidade financeira e nos mecanismos de funcionamento das estruturas de mercado.

A nosso ver, se as empresas não forem colocadas no centro das preocupações e dos objectivos da União dos Mercados de Capitais esta não alcançará os seus objectivos e, a final, a sua promessa de contributo para o desenvolvimento da economia real não será realizada.

Assim, em nossa opinião, o primeiro e indispensável passo de construção da União dos Mercados de Capitais é a análise sobre quais os mecanismos que, de facto, fazem funcionar os mercados de capitais na Europa e quais os tipos de mercados, e respectivas condições, que devem ser mantidos ou criados e que têm a capacidade de atrair as empresas e restaurar a sua confiança no financiamento através do mercado.

B. Uma União dos Mercados de Capitais com objectivos claros e mensuráveis

A AEM entende que, para além de um sector bancário sólido e estável, a Europa carece de mercados de capitais eficientes e dinâmicos e de políticas bem concebidas que fomentem o reforço da articulação entre o financiamento bancário e os mercados de capitais, permitindo evoluir da actual situação de excessiva dependência de endividamento para um modelo que permita aumentar o financiamento através do mercado providenciando capital às empresas em crescimento.

Nestes termos, entendemos que o sucesso da União dos Mercados de Capitais deverá ser medido pela respectiva capacidade de criação de um ambiente no qual as empresas consigam obter capital nos mercados e produzir crescimento no longo prazo.

Dito de outro modo, o sucesso desta iniciativa deverá ser avaliado pela resposta a várias perguntas fundamentais:

- quais as razões do acentuado declínio no número de investidores privados (retalho) e no número de empresas nos mercados de capitais europeus?
- as companhias e os investidores estão hoje em melhor e mais favorável situação, no que respeita ao financiamento e ao investimento, em resultado da regulação que lhes foi imposta ao longo das últimas décadas (e, em especial, nos últimos anos)?
- quais os incentivos existentes para que os investidores canalizem as suas disponibilidades para a Europa, investindo em empresas europeias?

- quais os incentivos existentes para que as empresas europeias procurem obter financiamento, e especialmente capital, na Europa, em vez de procurarem fontes de financiamento alternativas e/ou em outras geografias?

Em nosso entender, a iniciativa da União dos Mercados de Capitais apenas faz sentido no contexto mais geral de uma estratégia de longo prazo quanto ao investimento (e à preparação desse investimento) na União Europeia.

Mas, para este efeito, a definição de objectivos mensuráveis afigura-se essencial; ilustrativamente, do universo dos vários objectivos definidos na Posição apresentada, destacamos os seguintes:

- **a capitalização bolsista europeia em percentagem do PIB deve apontar para os 75%, em 2025;**
- **os custos de *listing* (admissão à cotação) deverão ter descido em 30 a 50%, de acordo com um calendário de curto prazo de medidas e alterações legislativas a definir em linha com o Relatório da IPO Task Force europeia.**
- **deve ser aprovada e implementada uma nova definição de pequena e média empresa, que se revele útil, eficiente e operacionalizável para efeitos do respectivo acesso ao financiamento através do mercado.**

Os objectivos acima mencionados são igualmente vitais para o mercado português, e encontram-se em linha com a “Iniciativa AEM para o Mercado de Capitais” apresentada em Junho de 2013.

C. Uma União dos Mercados de Capitais sustentada num quadro regulamentar mais adequado, claro e simples

Na sequência, **o bom sucesso da União do Mercado de Capitais depende igualmente da capacidade das instâncias europeias para criar (*rectius*, recuperar) um quadro regulamentar adequado, claro e simples para os mercados financeiros e para os seus principais utilizadores, as empresas e os investidores.**

Nos últimos anos, as empresas têm sido permanentemente esmagadas por uma avalanche constante de nova regulamentação.

Entre 2009 e 2014, foram aprovados mais de 50 actos legislativos (legislação de nível I) de grande extensão, resultando, depois, em mais de 400 medidas normativas de execução (medidas de nível II), sempre com crescente extensão e complexidade, num ciclo legiferativo pautado por mecanismos de permanente multiplicação, crónica instabilidade legislativa e intervenções normativas muitas vezes desnecessárias.

O resultado, que se encontra ainda em fase de morosa e complicada concretização, é uma arquitectura regulatória de tal modo densa e complexa que as próprias autoridades de supervisão têm dificuldade no seu acompanhamento e que esmaga e oblitera as necessidades e legítimas expectativas dos próprios utilizadores (empresas e investidores) que deveria servir, agravando as suas dificuldades e os custos suportados.

Este exagero regulatório, erradamente assente numa excessiva atenção à estabilidade financeira e na quase total ausência de atenção em relação ao sucesso financeiro das empresas e ao efeito da regulação no crescimento e no emprego, entre outras consequências não intencionais, contribuiu sobremaneira para desencorajar a confiança das empresas no financiamento através do mercado.

A iniciativa da União dos Mercados de Capitais deve, pois, contribuir no sentido de restaurar e consolidar a confiança das empresas em mecanismos diversificados de financiamento, permitindo que estas se foquem na sua actividade e negócio, e no respectivo crescimento e criação de emprego.

Em especial, devem ser respeitados os seguintes princípios legislativos:

- é imperativo que não seja criada nova regulamentação antes de concluída a implementação da legislação actualmente em transposição/aplicação e a respectiva análise de impacto (sobre as empresas cotadas e os investidores, e não apenas sobre os intermediários financeiros ou sobre o sistema financeiro);
- na situação (excepcional) em que a intervenção legislativa se mostre absolutamente necessária e justificada, a eventual regulação a produzir deverá ser desenhada tendo em vista, primordialmente, as necessidades das empresas;
- as instâncias europeias devem desenvolver e apoiar iniciativas de coerência regulatória que permitam mitigar pelo menos alguns dos excessos e efeitos cumulativos das reformas prudenciais que foram aplicadas a empresas e investidores.

D. Uma União dos Mercados de Capitais que proporcione uma actuação mais dinâmica de companhias de seguros e fundos de pensões, e uma maior cultura de capital

As companhias de seguros e os fundos de pensões, enquanto meios de captação da poupança privada, são vitais, tanto para a estabilidade do sistema financeiro como para o desenvolvimento da economia.

Neste sentido, devem ser criados incentivos para uma actuação mais dinâmica das companhias de seguros e dos fundos de pensões no desenvolvimento de produtos complementares de poupança e de financiamento, em especial de produtos de poupança de longo termo.

No mesmo sentido, poderá igualmente ser possível encorajar as companhias de seguros e os fundos de pensões a investir uma parte dos seus activos, ainda que reduzida, em empresas emitentes de menor ou média dimensão.

Neste contexto, o desenvolvimento de um mercado de pensões privadas parece-nos um elemento fundamental para acudir às necessidades de acumulação de poupança adicional dos actuais trabalhadores, com vista à sustentabilidade da sua reforma, e por essa via, fundamental para um melhor funcionamento dos mercados de capitais e para a canalização adequada de recursos para a economia real.

Os incentivos acima referidos poderão ter natureza fiscal, constituindo igualmente uma oportunidade para reforçar a estabilidade do enquadramento fiscal e a redução de assimetrias a nível europeu, nesta matéria.

Por outro lado, a criação de um enquadramento deste tipo, para além de potenciar a normal função contra cíclica destas entidades, contribuiria igualmente para a promoção de uma cultura de utilização e recurso ao capital (*equity culture*) na Europa, no contexto da qual o investimento através da aquisição de capital possa transformar-se numa opção de financiamento mais atractiva e facilmente acessível para as empresas emitentes de todas as dimensões.

A reabilitação do investimento em acções, como o mais simples e mais eficiente produto de investimento de longo prazo, contribuirá também para restaurar a confiança nos mercados de

capitais, simultaneamente, promovendo a criação de uma cultura de capital e de assunção responsável do risco.

E. Uma União dos Mercados de Capitais assente em incentivos fiscais adequados

Os incentivos de natureza fiscal, e a estabilidade fiscal, são essenciais ao bom desenvolvimento do mercado de capitais, em particular na actual situação de atraso em comparação com os mercados de outras geografias (e.g., Estados Unidos da América e continente asiático).

Este problema é, também, especialmente candente em Portugal; a instabilidade fiscal tem constituído 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.

Mais genericamente, na sua fase actual, o bom desenvolvimento dos mercados de capitais depende da consagração de incentivos fiscais para o investimento em capital e na capitalização das empresas.

Nestes termos, os Estados Membros devem ser encorajados a criar regimes de tributação que facilitem a canalização de poupanças para investimentos rentáveis – em particular investimentos de longo-prazo – e que tenham em consideração a necessidade de premiar a adopção de risco.

Designadamente:

- devem ser facilitados os processos de subscrição de acções ou obrigações por parte de particulares, principalmente ao nível da tributação;
- assim, 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 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);
- 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 organizado) e protejam os investidores, evitando potenciais distorções do mercado;
- deve promover-se, pela via fiscal, a entrada de empresas de pequena e média dimensão nos mercados regulamentados, através da dispersão do respectivo capital social, permitindo por esta via a dinamização do mercado bolsista e a captação de investimento;
- para este efeito, deve igualmente ser assegurada a majoração para efeitos de IRC dos gastos suportados com a admissão à negociação em mercado organizado;
- deve ser assegurada a dedução em IRC a título de remuneração convencional do capital social, com majorações consignadas para as empresas com acções admitidas à negociação em mercado organizado;
- deve ser assegurada a dedução em IRC do valor dos lucros retidos e reinvestidos na empresa pelas sociedades residentes, e permitindo aos sujeitos passivos de IRC deduzir à colecta, até ao limite da mesma, os lucros reinvestidos.

Por fim, e conforme tem sido amplamente defendido pela generalidade das instituições representativas do bom funcionamento da economia real (com destaque para esta Associação), deve ser evitada a criação de um Imposto sobre as Transacções Financeiras (*Financial Transaction Tax*), nos termos em que o mesmo se encontra previsto, na medida em que a sua implementação terá como consequência a deslocação dos investimentos para os mercados que não se encontrem sujeitos a este imposto, criando ou agravando as diferenças entre os mercados dos diferentes Estados europeus e a capacidade de acesso a financiamento e de aplicação de poupanças dos respectivos cidadãos e empresas.

Indubitavelmente, a introdução de um Imposto sobre as Transacções Financeiras, limitado a onze Estados-Membros, pelos efeitos negativos que terá sobre o investimento, actividades e transacções, constituirá um forte obstáculo à maior integração dos mercados de capitais na Europa e, nessa medida, impedirá o objectivo da Comissão Europeia, de estabelecimento da União de Mercados de Capitais.

F. Uma União dos Mercados de Capitais que obrigue à revisão do actual e futuro papel das estruturas de mercado

As Bolsas devem servir as empresas, como seus utilizadores essenciais, facilitando a comunicação com os investidores e providenciando financiamento à economia real.

Em nossa opinião, as instâncias europeias devem assegurar que é possível medir em que termos as Bolsas providenciam estes benefícios.

Este ponto, contudo, não implica qualquer juízo de valor (o qual não cabe nesta análise) quanto ao actual estado de fragmentação dos mercados de capitais na Europa; de facto, se é verdade que são várias as principais estruturas de mercado que continuam a integrar silos verticais e que o processo de consolidação entre operadores não evoluiu de modo significativo nos anos mais recentes, **a AEM continua a entender que a existência de diversidade de estruturas, pode constituir uma vantagem para as empresas emitentes, assim a presença nacional dessas estruturas e grupos de operadores se concretize com verdadeira autonomia de decisão e com respeito pelas especificidades da economia real e do tecido empresarial local.**

Sem prejuízo, há que notar que a referida fragmentação pode constituir uma desvantagem assinalável para os investidores individuais, os quais apenas têm acesso aos mercados regulados, e não têm condições para investir na globalidade dos mercados de capitais, hoje muito mais complexos e opacos em virtude do processo de fragmentação imposto pelas normas comunitárias.

A este propósito, cumpre recordar que o relatório “EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe; Creating jobs and growth in European capital markets”, recentemente publicado, já concluíra pela necessidade de “aperfeiçoamento das estruturas de mercado, as quais devem servir melhor as empresas ao longo dos diferentes momentos da sua evolução e necessidades de capital, bem como os diferentes tipos de investidores”.

De facto, as empresas continuam a criar e a desenvolver negócios com potencial de expansão internacional mas a incapacidade do mercado de capitais em funcionar como verdadeira alternativa de financiamento e, dessa forma, contribuir para promover a capitalização das empresas, o seu crescimento e, em última análise, a sua capacidade para gerar novos empregos, constitui um obstáculo importante cuja resolução é urgente.

G. Uma União dos Mercados de Capitais que assegure maior equilíbrio entre protecção dos investidores e protecção das empresas

Conforme referido, parece-nos que o conteúdo do Livro Verde, na versão apresentada a consulta, sendo genericamente positivo, ainda não acolhe suficientemente as necessidades das empresas enquanto utilizadores dos mercados de capitais.

Em primeiro lugar, **julgamos que está por resolver o problema da transição das empresas ao longo dos seus vários estádios de evolução, etapas de crescimento e fases de financiamento.**

Em segundo lugar, não é claro de que forma vai a proposta de criação de uma União de Mercado de Capitais articular-se com o Plano de Investimento para a Europa apresentado pelo presidente Jean-Claude Juncker; **em particular, suscitam-se dúvidas quantos aos objectivos, e mecanismos, da iniciativa no plano da capitalização das empresas, tema transversal e incontornável ao tecido empresarial europeu.**

Em terceiro lugar, **vários princípios basilares da União dos Mercados de Capitais (e respectivos domínios prioritários de acção), tal como elencados no Livro Verde, parecem não se encontrar suficientemente desenvolvidos.**

Em especial, o primeiro e quinto princípios em causa (*e.g.*, “maximizar as vantagens dos mercados de capitais para a economia, o crescimento e o emprego” e “contribuir para atrair investimentos de todo o mundo e aumentar a competitividade da União Europeia”), princípios que a AEM considera particularmente importantes, carecem de maiores desenvolvimentos.

Em nosso entender, a densificação destes princípios implica que a Comissão Europeia, a título de exemplo:

- proceda à análise comparativa das fontes de financiamento e obstáculos ao investimento na União Europeia em confronto com as jurisdições relevantes fora do espaço europeu;
- proceda à análise explicativa dos factores que justificam o diferente sucesso das diversas Bolsas europeias em áreas como a captação de investimento e a atracção de empresas cotadas, e quais os mecanismos que podem ou devem ser desenvolvidos nos mercados menos evoluídos com base nessa experiência;
- proceda a investigação mais detalhada sobre eventuais mecanismos de acesso rápido (ou com efeito acelerador) do financiamento das empresas de menor dimensão ou capitalização, considerando, não apenas as ferramentas tradicionais do tipo *business angels* ou *crowdfunding*, mas igualmente, a emergência plataformas de mercado destinadas ao desenvolvimento e crescimento das empresas, bem como diferentes instrumentos de financiamento através de bolsa;
- proceda à identificação dos incentivos mais adequados ao empreendedorismo e à criação de novas empresas, por via da obtenção de financiamento através do mercado de capitais, o que implica a análise exaustiva dos modos e mecanismos pelos quais as empresas europeias acedem ao financiamento e dos obstáculos que se colocam em cada momento de transição entre diferentes fases de investimento e empresas de diferentes dimensões;
- proceda à explicação sobre como se fará a articulação entre os objectivos e o trabalho que tem sido desenvolvido em matéria de competitividade na economia industrial europeia, designadamente, no contexto do projecto Europa 2020, e a União do Mercado de Capitais, em particular, no que respeita à promoção da inovação e criação de emprego;
- proceda à definição das estratégias de desenvolvimento conjunto das Direcções Gerais envolvidas, explicitando, por exemplo, qual o papel DG Growth no contexto da concretização futura das medidas incluídas no plano de acção da união dos mercados de capitais.

Por outro lado, nota-se, e lamenta-se, que o quarto princípio (*e.g.*, “assegurar um nível eficaz de protecção dos consumidores e dos investidores”), na sua versão actual, ignore as necessidades das empresas e utilizadores dos mercados de capitais.

A AEM considera que é possível encontrar um equilíbrio entre as necessidades de protecção dos investidores e os requisitos prudenciais aplicáveis às empresas, de forma a assegurar que estes requisitos não prejudicam o acesso ao financiamento por parte das empresas através dos mercados de capitais.

Em especial, no que concerne as obrigações de divulgação de informação, estas não devem ir tão longe que constituam, como têm constituído, um obstáculo ao acesso ao mercado de capitais por parte das empresas.

Como exemplo desta situação, podem mencionar-se os actuais requisitos regulamentares em matéria de Prospecto; de facto, o processo de preparação de um Prospecto, sendo extremamente moroso e complexo e acarretando custos significativamente elevados para as empresas emitentes, na generalidade dos casos e na profusão e extensão dos seus conteúdos, não parece trazer benefícios relevantes para a generalidade dos investidores e, na verdade, os extensos e extenuantes documentos produzidos raramente são consultados.

No contexto da União dos Mercados de Capitais, o objectivo principal do legislador, e dos reguladores, deve ser o de assegurar um tratamento equitativo às empresas e aos investidores, e de proteger ambos, enquanto utilizadores finais do mercado, da carga administrativa e dos custos excessivos que podem ser-lhes impostos pelos intermediários financeiros e pelos operadores de mercado.

Aliás, deve lembrar-se que o “Financial Services Action Plan”, de 1999, já referia, expressamente, o seu objectivo de “assegurar a existência de mercados de capital com liquidez e profundidade que sirvam melhor tanto os investidores como as empresas”, desígnio que acabou por ser esquecido mercê do excessivo enfoque no tema da estabilidade financeira.

O projecto de União dos Mercados de Capitais apenas poderá alcançar o sucesso se for restaurada a confiança nos mercados de capitais.

Mas, para esse efeito, **a confiança das empresas é tão necessária quanto a confiança dos investidores.**

H. Conclusão

Em conclusão, a Posição apresentada pela AEM, e desenvolvida em diálogo estreito com as associações congéneres de outros países europeus, no contexto da EuropeanIssuers em cujos

grupos de especialistas e Conselho de Direcção a AEM tem assento, apresenta um conjunto de preocupações, sugestões e recomendações que poderão contribuir para a criação de uma União dos Mercados de Capitais mais eficiente.

Nesta ocasião, à semelhança do que, e em coerência com o que, já havia espelhado na sua “Iniciativa AEM para o Mercado de Capitais”, de Junho de 2013, e através da sua participação na “IPO Task Force” europeia (conforme o respectivo Relatório de Março de 2015), a AEM continua e continuará a trabalhar em prol de mercados de capitais, nacionais e europeus, que saibam afirmar-se como alternativa viável para o financiamento das empresas, assim como tendo em vista a redução dos custos associados ao acesso ao capital, em particular para as empresas de menor dimensão.

Outros contributos:

Iniciativa AEM para o Mercado de Capitais

http://www.emitentes.pt/news_hpslidercontent.php?nid=626

European IPO Task Force Report

http://www.emitentes.pt/news_hpslidercontent.php?nid=631