

## **Uma reflexão sobre a eficácia dos benefícios fiscais à dinamização do mercado accionista em Portugal**

*António Martins*

*( Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra)*

### **Resumo**

*Em finais da década de oitenta foram criados vários benefícios fiscais com a intenção declarada de revitalizar o mercado bolsista em Portugal. Em face do que então se considerava ser a exiguidade do dito mercado, procurou-se incentivar fortemente quer a admissão á cotação de novas empresas, concedendo benefícios fiscais a sociedades que realizassem ofertas públicas de venda, quer aos investidores que auferissem rendimentos derivados da titularidade de acções.*

*O objectivo deste texto é o de, com base em alguma informação estatística, fazer uma avaliação da eficácia de tais estímulos tributários, sobretudo quanto ao seu papel como mecanismos de dinamização estrutural da bolsa portuguesa.*

### **Abstract**

*At the end of the eighties, many tax benefits were created in the aim of improving the Portuguese stock exchange market. Facing the smallness of such market, the intention at the time was to create strong incentives to either the listing of new companies, thereby giving tax benefits in case of public offers, or to investors obtaining income from shareholding.*

*The aim of the present article is to evaluate the efficiency of such tax stimulus, based on some statistical information, especially as regards its role in structural improvement of the Portuguese stock exchange.*

## **1. Introdução**

Nas últimas décadas, têm sido observados em Portugal períodos de breves euforias do mercado bolsista – caracterizados por subidas de cotações que parecem desafiar qualquer forma de racionalidade - a que se seguem tempos, geralmente mais prolongados, de marasmo do mercado de acções. Quando os ventos

não correm de feição, e as menos-valias se acentuam, é comum ouvirem-se argumentos em defesa do estímulo, pela via fiscal, à reanimação do mercado de acções.

Ao factor tributário, designadamente através da concessão de benefícios fiscais, parece então ser concedido um poder significativo de influenciar a evolução do mercado de capitais, sendo os decisores políticos sujeitos a pressões várias no sentido de criarem – ou aumentarem – tais benefícios. Aliás o corrente ano de 2001 tem sido fértil nestes acontecimentos.

Ora um benefício fiscal, sendo uma derrogação ás normas de tributação, há-de ter um objectivo económico e social relevante<sup>1</sup>. Será então que os benefícios fiscais ao mercado de capitais cumprem tais requisitos? Para que assim seja, será necessário demonstrar, entre outras coisas, que a dinamização do mercado de capitais – através de incentivos à cotação por parte das empresas e à procura de títulos por parte de investidores - resulta em ganhos sociais superiores à perda de receita que tais benefícios originam. Será que assim é?

Em sede puramente teórica o problema é de complexa resolução. Pôr um lado, argumentar-se-á contra a criação de tais benefícios, na medida em que a entrada das empresas na bolsa e, sobretudo, a evolução da cotação das respectivas acções depende essencialmente das expectativas de fluxos financeiros actualizados que a titularidade das acções conferirá. Ora, em tal caso, são as expectativas dos investidores e os inevitáveis ciclos da actividade económica que comandam as cotações, tendo o elemento fiscal fraca ou nula capacidade de afectar o andamento do mercado. Até por que, a progressiva internacionalização das economias será elemento bem mais poderoso relativamente ao desempenho das empresas e conseqüente variação das cotações do que os possíveis estímulos fiscais que o governo possa criar.

Ao contrário, pode referir-se que em países, como Portugal, de fraca tradição de empresas de capital aberto e de baixa propensão aos investimentos em activos financeiros de risco por parte da população em geral, é necessária a criação de estímulos, que, em fases de pior conjuntura, contribuam para inverter ciclos negativos do mercado de capitais.

Se neste plano conceptual o tema se afigura de difícil conclusão, as lições da experiência podem – e devem – ser usadas para averiguar da validade de ambos os argumentos. É precisamente esse o objectivo deste texto, o qual pretende apresentar um pequeno contributo empírico para a discussão do tema.

---

<sup>1</sup> Veja-se o *Relatório do Grupo de Trabalho para a Reavaliação dos Benefícios Fiscais*, Lisboa, 1998

Como o leitor provavelmente se recorda, foram criados em finais da década de oitenta vários benefícios fiscais – adiante explicitados - precisamente com a intenção declarada de revitalizar o mercado bolsista em Portugal. Em face do que então se considerava ser a exiguidade do dito mercado, procurou-se incentivar fortemente quer a admissão à cotação de novas empresas, concedendo benefícios fiscais a sociedades que realizassem ofertas públicas de venda, quer aos investidores que auferissem rendimentos – dividendos e mais-valias – derivados da titularidade de acções.

Ora é hoje possível, com base em alguma informação estatística, fazer uma primeira avaliação da eficácia de tais estímulos tributários, sobretudo quanto ao seu papel como mecanismos de dinamização estrutural da bolsa portuguesa. Assim, na esteira de um trabalho que então identificou dos benefícios criados entre 1984 e 1987 relativos à reanimação da bolsa - Martins ( 1999)<sup>2</sup> - e que se resume na secção 2 deste texto, apresenta-se de seguida, secção 3., uma visão quantitativa de alguns efeitos desses benefícios, sobretudo em termos da sua eficácia de longo prazo como factores de dinamização e crescimento estrutural da bolsa portuguesa; para na secção 4 se concluir com algumas reflexões sobre o papel dos benefícios então criados. Esta é pois uma oportunidade para avaliar de forma que procura ultrapassar o plano ideológico o contributo dos benefícios para a evolução da bolsa em Portugal.

## **2. Uma síntese dos benefícios fiscais á dinamização do mercado bolsista em Portugal entre 1984-1987<sup>3</sup>**

A presente secção procurará pois as linhas de evolução dos benefícios fiscais criados entre 1984 e 1987 com o fim de revitalizar o mercado de capitais. Para cada um dos impostos que afectava o tratamento dos rendimentos de empresas e investidores e através dos quais os benefícios poderiam

---

<sup>2</sup> A Martins, M *A fiscalidade e o financiamento das empresas*, Vida Económica, 1999.

O objectivo deste trabalho era o de avaliar se os estímulos criados em sede dos impostos que atingiam os rendimentos dos capitais próprios e alheios das sociedades anónimas portuguesas da indústria transformadora se traduziria numa alteração da sua estrutura de financiamento. Em particular, dada a proliferação de estímulos ao aumento do capital próprio, verificou-se empiricamente que tal conduziu a uma mudança da composição das fontes de financiamento. Como uma boa parte desses estímulos se destinavam a incentivar a entrada da empresas no mercado accionista, o que agora se pretende averiguar é se essas medidas tiveram efeitos estruturais sobre a dinamização desse mercado .

<sup>3</sup> Esta secção baseia-se em Martins ( 1999)

operar - Contribuição Industrial, Imposto de Capitais, Imposto de Mais-valias e Imposto Complementar - referir-se-ão as disposições em vigor que mais directamente interessam para este estudo, relativamente aos benefícios fiscais em sede de cada tributo<sup>4</sup>.

## 2.1 O tratamento dos lucros em sede de Contribuição Industrial

Os benefícios fiscais que, em sede de Contribuição Industrial (CI), poderiam influenciar as decisões das sociedades relativamente ao mercado de capitais foram as seguintes:

### A- Redução das taxas da CI

O Decreto-lei (DL) 172/86, de 30 de Junho, no seu artigo 1º, determinava que: “As sociedades que procedam até 31 de Dezembro de 1986 à oferta pública de acções através da emissão com subscrição pública gozarão, nos três primeiros exercícios encerrados após a data da emissão, da redução de 50% das taxas da Contribuição Industrial ...”<sup>5</sup>

Este benefício, assente em razões de incentivo à oferta de acções em face da elevada procura então existente, foi estendido a 1987 pelo Decreto - lei 130/87, de 17 de Março<sup>6</sup>. Comparativamente ao diploma de 1986, este último decreto-lei introduzia algumas diferenças:

- i) a redução da taxa da CI era limitada a 40%;
- ii) as acções da sociedade emitente podiam não estar cotadas no mercado oficial, desde que a sociedade tivesse requerido a admissão à cotação antes da data da emissão e a bolsa de valores reconhecesse que só com a emissão pública se encontravam verificadas as condições de admissão;

<sup>4</sup> É claro que as normas relativas às taxas e formas de determinação da matéria colectável são aspectos sobremaneira importantes para os contribuintes; mas dados os objectivos deste texto, optou-se por lhes não fazer referência.

<sup>5</sup> A concessão deste benefício dependia da verificação de dois requisitos constantes das alíneas a) e b) do artigo 1º, que a seguir se transcrevem:

“ a) Que as acções representativas do capital social das sociedades em causa estejam cotadas no mercado oficial das bolsas de valores na data da emissão e até ao final do ano a que respeita a redução;

b) que o número de acções que constitui a oferta pública corresponda, pelo menos, tratando-se de constituição de sociedades, a 25% do capital ou, tratando-se de aumento do capital social, a 20% do capital social após o respectivo aumento”.

<sup>6</sup> Se o contribuinte estivesse a beneficiar do Decreto-lei 172/86, a redução da taxa era aplicável ao exercício de 1989.

iii) o número de acções poderia corresponder a 25% do capital social ou a um mínimo de 300 000 contos de valor nominal do capital social;

iv) a oferta pública de venda de acções era equiparada à emissão por subscrição pública para efeitos do acesso a este benefício fiscal.

Este diploma alargou portanto o campo de aplicação do Decreto-lei 172/86, tendo apenas restringido o montante de redução da taxa da CI.

A Lei 2/88, de 26 de Janeiro, consagrou novamente este benefício para as sociedades que emitissem acções através de subscrição pública até 31/12/88. Esta lei moderou ainda mais a percentagem de redução da taxa (25%), e estabeleceu condições de acesso idênticas às do Decreto-lei 130/87<sup>7</sup>.

Refira-se, por último, que apesar do Decreto-Lei 321/87, de 28 de Agosto, ter abolido, como adiante veremos, certos benefícios fiscais à aquisição de acções previstos em vários diplomas anteriores - nomeadamente os Decretos-leis 182/85 e 172/86 - em sede de imposto de capitais, imposto de mais-valias e imposto complementar, foram mantidos os benefícios previstos em sede de contribuição industrial, uma vez que estes fomentavam a oferta.

A situação de forte procura que se verificava em 1987, antes da acentuada quebra de cotações ocorrida no Outono desse ano, tornava desnecessários os estímulos fiscais à procura de acções.

#### B- Dedução dos dividendos ao lucro tributável

Para além dos benefícios fiscais que consistiam na redução da taxa da CI, foram também concedidos incentivos fiscais ao aumento de capital por emissão de acções que consistiam na dedução ao lucro tributável dos dividendos distribuídos.

Este benefício foi criado pelo Decreto-lei 409/82, de 29 de Setembro, cujo artigo 2º permitia às sociedades que emitissem acções desde a publicação deste diploma e até 31 de Dezembro de 1984 a dedução ao lucro tributável da CI, depois de consideradas as deduções legais aplicáveis, do montante dos dividendos distribuídos aos accionistas provenientes dos lucros realizados nos cinco primeiros exercícios após a emissão. A dedução seria efectuada até ao limite anual de 10% do capital representado

---

<sup>7</sup> Se o contribuinte estivesse a beneficiar do Decreto-lei 172/86 ou do Decreto-lei 130/87, a redução da taxa prevista na Lei 2/88 era aplicável quando deixassem de o ser os benefícios previstos naqueles diplomas .

pelas acções emitidas.<sup>8</sup> Este benefício foi alargado pelo Decreto -lei 182/85, de 27 de Maio, às acções emitidas até 31/12/87.

### C - Consideração como custo de uma remuneração convencional do capital social

O DL 182/86, de 10 de Julho, facultou a consideração como custo na “ determinação do lucro tributável relativo aos exercícios de 1986, 1987 e 1988, a título de remuneração convencional do capital social, uma importância calculada com base nos aumentos de capital realizados em 1986, por entrega de dinheiro, e mediante aplicação de uma taxa de desconto igual à taxa de desconto do Banco de Portugal deduzida de quatro pontos”. O Decreto-lei 173/87, de 20 de Abril, estendeu este benefício aos aumentos de capital social efectuados em 1987; sendo considerado como custo extensível até ao exercício de 1989.

É pois visível a existência de um significativo conjunto de benefícios fiscais em sede de CI, os quais atingiram a sua máxima expressão em 1986 e 1987. Como veremos de seguida, o ano de 1986 foi também particularmente pródigo em benefícios em sede de outros impostos que tributavam os rendimentos do capital accionista.

### 2.2 O tratamento dos dividendos e dos juros pelo Imposto de Capitais

Na abordagem da evolução das disposições relativas ao Imposto de Capitais(IC) faremos agora uma referência aos benefícios fiscais em sede deste tributo no período considerado. Tal como em relação à CI, o período de que nos ocupamos foi fértil em incentivos fiscais aos rendimentos de acções em sede de IC.

Assim, pelo DL 182/85, de 27 de Maio, foi reduzida em 50% a taxa do Imposto de Capitais sobre os dividendos distribuídos por empresas cotadas nas bolsas de valores. O objectivo declarado

---

<sup>8</sup> O incentivo previsto no DL 409/82 dependia da observância de três requisitos que a seguir se transcrevem:

- a) terem sido colocadas à subscrição pública as acções a que se reportava a dedução;
- b) que as acções representativas do capital das sociedades em causa estivessem cotadas na bolsa de valores no ano a que respeita a dedução;
- c) terem os dividendos que davam direito à dedução sido colocados à disposição dos accionistas até ao fim do exercício seguinte aquele em que os lucros de que provinham fossem obtidos.

desta medida, conforme se afirma no preâmbulo do referido Decreto-lei, consistia na reanimação do mercado de valores mobiliários, em especial no segmento de títulos de rendimento variável.

No ano seguinte, o DL 172/86 aumentou este incentivo, ao estatuir no seu artigo 2º que “ são isentos de imposto de capitais, secção B, os dividendos provenientes de acções cotadas no mercado oficial das bolsas de valores, colocados à disposição dos respectivos titulares nos anos de 1987 a 1989”. Esta medida visava o aumento do dinamismo do mercado de capitais, juntando aos incentivos do lado da oferta os estímulos à procura de acções por parte de investidores potenciais<sup>9</sup>.

Porém o DL 321/87, de 28 de Agosto, aboliu, com efeitos a partir de 1987, este benefício. Esta abolição foi justificada pela “... conjuntura da procura nos mercados primários e secundários de títulos e tendo em atenção a diversidade de incentivos fiscais dirigidos à sua compra ou subscrição..”, pelo que se impunha “... do ponto de vista da estabilidade daqueles mercados, suspender por ora os benefícios fiscais em vigor”.

A elevada procura e a conseqüente evolução das cotações durante o primeiro semestre de 1987, motivou esta reviravolta na política de incentivos fiscais ao desenvolvimento do mercado de capitais pelo lado da procura.

### 2.3 O tratamento fiscal das mais-valias

Nesta secção apresentaremos seguidamente os benefícios fiscais criados no âmbito da tributação desta categoria de rendimento, em especial destinados a fomentar o mercado accionista. Os benefícios fiscais concedidos no período em análise que interessam aos propósitos deste trabalho respeitam aos aumentos de capital por incorporação de reservas e por emissão de acções.

Tal como para a CI e o IC, também o Decreto -lei 409/82, de 29 de Setembro, concedeu às empresas alguns importantes incentivos fiscais em sede de Imposto de Mais-Valias(IMV). Assim, procurava também este diploma actuar pelo lado da oferta de títulos e, desta maneira, contribuir para a dinamização do mercado de capitais.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Note-se que este incentivo contribuía também para fortalecer a oferta de acções e, conseqüentemente, o financiamento das sociedades por capitais próprios. Uma sociedade que em 1986 emitisse acções, poderia publicitar como argumento para a respectiva compra a isenção de imposto de capitais nos dividendos a distribuir em 1987 relativos aos lucros de 1986. No entanto, o DL 321/87 suspendeu posteriormente este benefício.

<sup>10</sup> Pode ler-se no nº 1 do respectivo preâmbulo: “ Como componente de uma política visando a dinamização quer do mercado primário quer do mercado secundário de títulos, os incentivos fiscais devem fomentar, por um lado, a oferta

O nº 1 do artigo 1º deste diploma isentava de imposto as mais-valias realizadas nos aumentos de capital por incorporação de reservas ou emissão de acções de sociedades cujas acções estivessem cotadas na bolsa, ou que, satisfazendo os requisitos para admissão à cotação a tivessem solicitado. A concessão do benefício era condicionada à verificação de pelo menos 50% do capital ser representado por acções emitidas para subscrição pública.

O nº 2 isentava de IMV os ganhos realizados nos aumentos de capital social por incorporação de reservas desde que “as acções representativas do capital das sociedades tivessem sido transaccionadas nas bolsas de valores no ano anterior ao aumento, num mínimo de 20% do número de sessões de bolsa e num montante mínimo de 10% das acções representativas do capital social daquelas”. Ambos os benefícios seriam válidos para os aumentos de capital a efectuar até Dezembro de 1984.

O Decreto - lei 110/84, de 3 de Março, pelo seu artigo 1º, estendeu a isenção de IMV aos aumentos de capital por incorporação de reservas realizados em 1984 às sociedades por quotas e às sociedades anónimas que não satisfizessem os requisitos para admissão das suas acções á cotação nas bolsas. De salientar que o benefício seria concedido independentemente das reservas a incorporar serem provenientes da reavaliação de bens do activo imobilizado ou de outras origens.

Idêntico benefício, apenas referido às incorporações de reservas resultantes de reavaliação constituídas ao abrigo do DL 399-G/84, foi outorgado pelo DL 115-C/85, de 18 de Abril, que estendeu a 1986 e 1987 a isenção de IMV para “os ganhos realizados através do aumento de capital das sociedades anónimas, em comandita por acções ou por quotas, mediante incorporação de reservas não provenientes da reavaliação de bens do seu activo imobilizado corpóreo ou da emissão de acções”.

O Decreto - lei 172/86, de 30 de Junho, alargou ainda mais o universo das empresas que podiam beneficiar da isenção de IMV nos aumentos de capital a efectuar em 1986. Com efeito, o seu artigo 7º, nº 1, dispunha simplesmente: “ Ficam isentos do imposto de mais-valias os aumentos de capital de sociedades realizados durante o ano de 1986”.

O Decreto - lei 164/87 alargou, para o ano de 1987, o benefício referido no artigo 6º do DL 115-C/85 também às reservas de reavaliação, estendendo na prática - pela sua conjugação com este último diploma - a isenção a todos os aumentos de capital provenientes da incorporação de reservas.

---

pública de valores e a procura dos mesmos pelos detentores de liquidez e, por outro, as operações das bolsas...”.



A Lei 2/88 autorizava o governo a “ isentar de imposto de mais-valias durante o ano de 1988 os ganhos provenientes dos aumentos de capital das sociedades por incorporação de reservas, incluindo as de reavaliação, legalmente autorizadas”.

Em suma, verificou-se uma abundância de incentivos ao aumento de capital por incorporação de reservas ou emissão de acções que, conjugados com os incentivos em sede de CI e IC, bem poderão ter contribuído para condicionar de forma relevante as opções de financiamento das sociedades.

## 2.4 A tributação dos rendimentos de acções pelo Imposto Complementar

O Imposto Complementar dividia-se em duas secções - A e B - contendo, respectivamente, as normas que regulavam a tributação por este imposto das pessoas singulares e colectivas.

No que respeita às pessoas singulares, este imposto procurava, como já se referiu, introduzir um elemento de pessoalização no sistema tributário, uma vez que os impostos parcelares que incidiam sobre os rendimentos cedulares eram de natureza real.<sup>11</sup>

A sujeição ao Imposto Complementar dos rendimentos das pessoas colectivas visava, naturalmente, outros objectivos: a correcção de algumas lacunas da tributação dos rendimentos dos sócios.<sup>12</sup>

No que respeita aos benefícios fiscais, o período de que nos ocupamos foi fértil em incentivos fiscais aos rendimentos de capital em sede do Imposto Complementar.

<sup>11</sup> Note-se que as mais-valias eram excluídas da base de incidência do Imposto Complementar. Os motivos de tal opção constam do nº 2 do preâmbulo do Código e são os seguintes:

- o carácter fortuito e irregular das mais-valias;
- não se poderem abater sistematicamente as menos-valias.

<sup>12</sup> O Código apresenta as seguintes razões para a tributação dos lucros não distribuídos das sociedades:

- dado que os lucros não distribuídos não seriam atingidos por impostos parcelares na esfera dos sócios, estes poderiam utilizar a retenção de resultados com o único objectivo de os subtraírem à tributação,
- os lucros levados a reservas não seriam tributados em imposto complementar por ocasião da liquidação das sociedades; uma vez que não se poderia então distinguir no rendimento dos sócios o que resultava de lucros retidos ou de mais-valias,
- não serem tributados em IMV os aumentos de valor das quotas ou acções resultantes do aumento das reservas. (Note-se que, ainda assim, o IMV tributava o reflexo desta valorização aquando dos aumentos de capital por incorporação de reservas ou emissão de acções).

Em 1985, pelo Decreto-lei 182/85, de 27 de Maio, foi determinado que os dividendos de acções nominativas ou ao portador registadas ou depositadas apenas contariam apenas em 50% para efeitos de Imposto Complementar (artigo 2º). O artigo 4º do mesmo decreto estabelecia ainda que para os anos de 1985, 1986 e 1987 podia ser deduzido, até ao limite anual de 250 contos, o montante investido na compra ou subscrição de acções cotadas nas bolsas de valores, sendo este benefício aplicável às acções nominativas ou ao portador registadas ou depositadas.

O Decreto-lei 172/86, de 30 de Junho, estendeu de 1986 até 1989 o benefício concedido pelo Decreto -lei 182/85 respeitante à consideração de apenas 50% dos dividendos para efeitos de Imposto Complementar (artigo 3º). Alargou igualmente até 1989 o disposto no artigo 4º daquele diploma, embora a dedução fosse fixada em 10% do investimento anual efectuado, tendo como limite de 100 contos.

Note-se que o DL 321/87, de 28 de Agosto, suspendeu o disposto no artigo 4º do DL 182/85 e nos artigos 3º e 4º do DL 172/86. Também neste caso a suspensão se deveu à evolução do mercado bolsista, no primeiro semestre de 1987, desaconselhar a manutenção de incentivos fiscais à procura.

Finalmente, a Lei 2/88 autorizava o governo a estender aos rendimentos de títulos nominativos e ao portador registados ou depositados a taxa de 24%, excepto se o contribuinte optasse pelo englobamento.

Assim, é de salientar a criação de incentivos fiscais à aquisição de acções, que vigoraram entre 1984 e 1986, tendo sido suspensos em 1987; e a uniformização - em 1988 - do regime de tributação dos títulos nominativos e ao portador, pela aplicação aos rendimentos tributáveis em imposto complementar de uma taxa de 24%.

### **3. Uma apreciação da eficácia dos benefícios fiscais á dinamização da bolsa à luz de alguns dados empíricos**

Dada a proliferação de incentivos ao mercado accionista que se descreveram na secção anterior, tentar-se-á agora avaliar empiricamente a sua eficácia a longo prazo. Os quadros 1 a 3, que de seguida se

apresentam – e que evidenciam dados estatísticos que ajudam a formular uma opinião sobre a eficácia de tais estímulos à dinamização do mercado accionista descritos na secção 2 deste texto – não se afiguram demasiado encorajadores da tese da relevância dos benefícios fiscais como instrumento de dinamização estrutural do mercado accionista .

**Quadro 1**  
**Evolução da BVL 1984-1993**

Ano	1984	85	86	87	88	89	90	91	92	93
Nº de soc. com acções cotadas no merc. oficial	23	23	43	132	159	152	152	142	65	26
Nº de soc. com acções cotadas no mercado não oficial	19	23	26	26	12	29	29	27	93	94
Volume de transacções em bolsa (milhões de acções)	0,27	0,95	4,24	23,97	17,00	58,84	121,91	209,29	279,11	381,78
Valor das transacções em bolsa ( milhões cts)	0,12	0,75	9,22	198,73	103,02	264,77	451,60	553,25	681,06	880,92

Fonte: Relatórios do Banco de Portugal 1984-1993

**Quadro 2**  
**Número de sociedades no “mercado sem cotações”**

	1991	1992	1993
Soc. no mercado sem cotações	27	87	85

Fonte: Relatório Banco de Portugal

**Quadro 3**  
**Variação da composição das transacções em bolsa (%)**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Acções	81,0	75,1	74,2	54,8	27,1	27,9

Obrigações	17,0	23,1	23,6	42,0	71,5	70,4
Outros	2,0	1,8	2,2	3,2	1,4	1,7

Fonte: Relatório Banco de Portugal

Se é verdade que nos anos de 1986 a 1988<sup>13</sup> – com particular relevo para o ano de 1987 – se regista um fortíssimo incremento do número de empresas cotadas no mercado oficial da BVL, também é clara a posterior inversão do fenómeno, ocorrendo depois uma verdadeira sangria de empresas em 1992 e 1993; ou por simples abandono da bolsa ou por passagem ao mercado de cotações não oficiais, por não satisfazerem as condições requeridas para a cotação do mercado oficial em virtude do desinteresse dos investidores ou da degradação da sua situação económico-financeira.

E se bem que o volume e o valor das transacções tenham aumentado continuamente – apenas com uma quebra em 1998 -, repare-se, no entanto, que o quadro 3 ilustra a inversão da importância do mercado accionista face ao mercado obrigacionista. E note-se que nem foi o *crash* de 1987 o principal detonador dessa inversão. Ela surge em 1991, e coincide com o início da saída em massa das empresas que teriam aproveitado os benefícios fiscais para dispersarem parte do seu capital pelo público<sup>14</sup> para depois terem abandonado o mercado accionista.

Se um dos critérios de avaliação da eficácia dos estímulos fiscais for a progressiva criação de uma cultura de investimento em activos de risco, é seguro concluir-se que, em face dos sinais de depressão no mercado accionista, os investidores – e tal fenómeno não é exclusivo dos portugueses - se refugiam em activos mais seguros, nomeadamente aos obrigações emitidas pelo Estado.

Numa tentativa de ilustrar mais pormenorizadamente os efeitos dos benefícios à admissão de empresas como forma de dinamizar – pela via da oferta de títulos - o mercado bolsista português coligiram-se os dados dos quadros 4, 5 e 6, que de seguida se analisam<sup>15</sup>.

#### Quadro 4

**Evolução das cotações das empresas que entraram na BVL e se mantiveram entre 1987 e 1992 (em escudos)**

Empresa	COTD87	COTDEZ88	COTDEZ89	COTDEZ90	COTDEZ91	COTDEZ92
---------	--------	----------	----------	----------	----------	----------

<sup>13</sup> Teno ocorrido o *crash* de 1987, julgamos que o número significativo de sociedades que entraram na bolsa em 1988 teriam iniciado os seus processos de admissão de forma tardia e já não puderam beneficiar dos preços que se verificavam antes da quebra do mercado.

<sup>14</sup> Veja-se, na secção 2 deste texto a percentagem mínima de capital a dispersar para que pudessem beneficiar dos benefícios então criados.

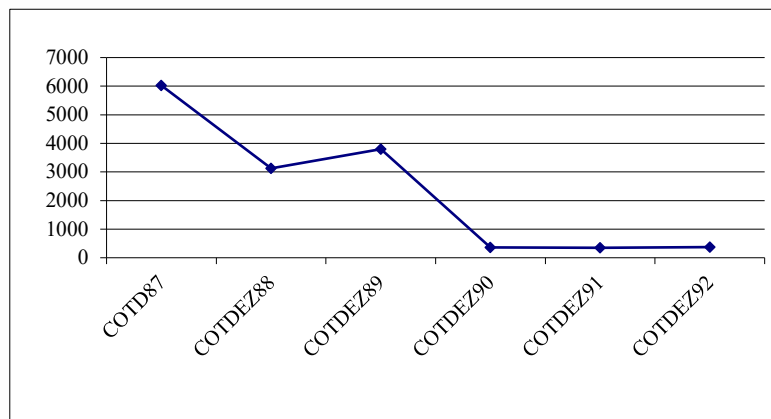
<sup>15</sup> É devido um agradecimento a L.Pinto pela colaboração na obtenção destes dados.

G.AP.- Gestão Agropecuária	3000	1330	1260	980	990	900
COFACO- Comercial e Fabrico de Conservas	6000	3340	2200	3 420	1 960	1 200
Empresa MADEIRENSE DE TABACOS	6400	2860	3300	2 000	1 810	2 260
Sociedade Têxtil de AMIEIROS VERDES	2500	1670	2540	1250	760	730
SOPORCEL- Sociedade Portuguesa de Celulose	15500	9500	10800	3 700	2 000	1 150
COPIDATA- Indústria Gráfica e Equipamentos	4180	2400	2300	1050	1000	800
LITHO FORMAS Portuguesa	4800	2000	1850	935	730	750
Companhia de Papel PORTO de CAVALEIROS	4500	2800	1640	770	350	0
CIRES- Companhia Ind. de Resinas Sintéticas	13000	3100	9550	3 040	2 760	2 520
CINCA- Companhia Ind. Cerâmica	16000	5300	6450	3 460	2 640	1 250
CRISAL- Cristais de Alcobaça	5250	3740	3860	3 080	1 990	900
INDASA- Indústrias de Abrasivos	8000	2220	3220	1 200	950	1 040
Fábrica de Porcelana VISTA ALEGRE	9900	4400	6600	4 700	4 400	2 100
CEREXPORT- Cerâmica de Exportação	3260	1850	3960	3 100	2 000	670
SOLIDAL- Condutores Eléctricos	10000	4000	7000	10 000	9 500	8 500
SALVADOR CAETANO- Ind. Metalúrgica Veículos Transportes	9000	6250	7600	2 500	2 200	2 280
CEL-CAT -Fábrica Nacional de Condutores Eléctricos	2780	2880	5500	5 800	4 340	4 900
Construções Metalomecânicas MAGUE/ MAGUE- Gestão e Participações	4000	2580	5400	3 100	3 699	4 040
MOTA & COMPANHIA	14000	5050	9850	3 240	2 460	2 280
SOMEC- Sociedade Metropolitana de Construções	7000	2000	3180	1 400	1 810	1 540
ENGIL- Sociedade de Construção Civil	4680	1700	6800	1 900	1 850	2 080
SOMAGUE- Sociedade Empreitadas	6500	2100	3420	1 120	1 020	1 650
Sociedade de Construções AMADEU GAUDÊNCIO	1800	1340	2200	1120	1020	720
Sociedade de Construções SOARES DA COSTA	2000	2100	3740	2 000	2 200	2 400
PAPELARIA FERNANDES- Ind.e Comércio	2600	1600	2360	3 000	2 060	591
INÓ- Supermercados	3000	2500	2520	1 700	1 880	1 060
DOM PEDRO- Investimentos Turísticos	5000	2180	2100	1 450	1 060	910
HOTELAGOS	2000	1490	1070	795	920	585
TUROPA- Operadores Turísticos	1900	850	1290	1 600	2 420	2 380
S.P.C.- Serviço Português de Contentores	7500	1450	1250	1 650	1 220	700
Sociedade Comercial OREY ANTUNES	2440	1120	1270	1 000	800	1 000
MUNDICENTER- Sociedade Imobiliária	10000	9600	2400	1 700	1 890	1 830
FENALU- Soc. Mediadora de Imóveis	4100	4100	4500	4600	3900	3500
LUSOTUR- Sociedade Financeira de Turismo	5050	7800	10 400	6 450	4 479	3 000
ESTORIL SOL*	3200	1830	1550	1 500	1 220	800
INFORGAL	6000	1670	2400	1700	1120	675
<b>Média simples das cotações</b>	<b>6023,33</b>	<b>3130,56</b>	<b>3803,61</b>	<b>366,67</b>	<b>348,33</b>	<b>367,78</b>

O quadro 4 apresenta as 36 empresas que, tendo entrado para a bolsa entre 1984 e 1987, permaneceram cotadas - em mercado oficial ou não oficial - até Dezembro de 1992. Como se observa no quadro e se ilustra no gráfico 1, a evolução da cotação média simples foi de quedas consecutivas. Em 1992 representava 6% do valor de 1987.

Gráfico 1

Evolução das cotações das empresas que permaneceram na bolsa



É claro que aqui há dois fenómenos a distinguir. Um deles – que respeita á saída de tantas empresas que, em boa parte atraídas pelos estímulos fiscais abriram o seu capital ao público e foram admitidas à cotação – parece-me que ilustra a fraca influência que, a longo prazo, as médias de estímulo, pela via tributária, tem sobre a dinamização do mercado accionista, quando se afere tal influência pelo número de empresas cotadas e sectores de actividade representados no mercado.

O outro, a queda generalizada das cotações a partir de 1990, resulta do efeito do fenómeno que, esse sim, comanda a evolução dos mercados: as expectativas dos investidores sobre a capacidade da empresas gerarem fluxos financeiros (*cash flows*) que remunerem os seus investimentos a uma taxa adequada ao risco que assumem. Ora como se observa nos quadros 5 e 6 as razões de tal queda não são difíceis de descortinar.

O quadro 5 apresenta a variação real do PIB em Portugal entre 1984 e 1993. É nele visível que o ciclo expansionista que se iniciou em 1985 se prolongou até 1990. Em 1991, já a situação internacional era sombria e, mesmo em Portugal, se bem que o PIB crescesse a uma taxa real de 2,3%, a indústria – quadro 6 - estava já em recessão. Em 1992, a situação internacional é de crise generalizada. E em 1993 o PIB português contraiu-se em termos reais.

Ora a conjugação destes fenómenos levou à deterioração dos resultados das empresas e ao conseqüente desinteresse dos investidores. O efeito dos estímulos fiscais durou enquanto o mercado esteve em alta. Logo que se invertem as expectativas sobre os factores determinantes do valor das empresas - *cash*

*flows* esperados e custo do capital - verificou-se o fenómeno habitual: quedas abrupta de cotações e desinteresse dos investidores.

É claro que esta análise peca por algumas limitações. Sempre se poderá argumentar que algumas das empresas que entraram na bolsa entre 1984-87 e nela permaneceram contribuíram para algum alento do mercado que de outro modo não se verificaria. É assunto que só investigação empírica mais minuciosa pode esclarecer. Mas, os dados que aqui se deixam não parecem abonar grandemente em favor da importância estrutural dos benefícios fiscais como forma de dinamizar o mercado de capitais . A experiência portuguesa da década de oitenta não se poderá considerar, a meu ver, um sucesso inequívoco.

**Quadro 5**  
**Variação real do PIB em Portugal ( % )**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Variação real do PIB</b>	-1,6	3,3	4,3	5,1	4,0	5,4	4,2	2,3	1,7	-1,2

Fonte: Relatórios Banco de Portugal

**Quadro 6**  
**Índice da produção industrial**

	1991	1992
OCDE	-0,5	-0,9
EUA	-2,0	1,5
Japão	2,2	-5,5
UE	-0,1	-0,5
Alemanha	2,9	-1,7
França	0,2	-1,1
R U	-2,9	-0,3
Espanha	-0,9	-1,7
Portugal	-0,2	-2,0

Fonte: Relatórios Banco de Portugal

#### 4. Conclusão

Sendo inegável a importância dos mercados de ações nas economias desenvolvidas, é muitas vezes atribuída ao factor fiscal uma capacidade de influenciar o andamento dos mercados accionistas que, cremos, ultrapassa, a real importância de tal factor. O elemento tributário pode acelerar processos de entrada no mercado accionista e até ser usado por algumas empresas como forma legítima de redução da carga fiscal, e pode aumentar a propensão a investir de pessoas e instituições que vêm os rendimentos de ações desagravados. Mas, como se procurou mostrar neste texto, já é muito duvidosa a sua capacidade de influenciar, a longo prazo, a vitalidade de tal mercado. As lições das experiências passadas devem pois ser cuidadosamente analisadas quando se discutem estas questões no plano da política tributária.

