

### **Vida Económica - Como caracterizaria o mercado accionista nacional?**

**Jorge Farinha** – O mercado accionista nacional tem algumas características que ajudam a explicar o seu comportamento.

Primeiro, a sua dimensão. A nossa bolsa é em grande medida periférica em relação aos grandes mercados mundiais. Não há dúvida nenhuma que as nossas empresas são, a nível mundial e com raras excepções, extremamente pequenas, o que limita logo a capacidade de termos uma bolsa com uma liquidez, dimensão e com suficiente interesse para terceiros. Dificilmente hoje em dia investidores institucionais terão uma elevada exposição de risco num mercado com a nossa dimensão e características. Tenderão sim a ter uma presença compatível com a posição relativa da bolsa portuguesa no seio dos mercados internacionais de acções.

Em segundo lugar, a questão da estrutura accionista. No nosso país a maior parte das empresas cotadas são controladas por accionistas que detêm a maioria do seu capital, o que limita a capacidade de termos outros accionistas (nacionais ou estrangeiros) que olhem para estas como investimentos de longo prazo e que assegurem liquidez no mercado. Adicionalmente, com frequência as empresas não mostram sinais de se interessarem pelos interesses dos seus accionistas minoritários e desta forma acaba por haver uma apatia mais ou menos generalizada quando a conjuntura bolsista é menos boa. Nas empresas que não são dominadas por accionistas majoritários, a atitude dos gestores é com frequência a de entrincheiramento dos seus interesses via estatutos bloqueados, ligações com accionistas preferenciais, boas relações com o poder político, enfim, aquilo que se poderia designar como capitalismo relacional (o capitalismo das “relações”), que está em abandono nos países mais desenvolvidos que privilegiam um capitalismo “de mercado”.

Um terceiro aspecto tem a ver com a falta de cultura do investidor médio. Esta é também uma questão comportamental. Tipicamente, o que acontece é os investidores particulares interessarem-se pela bolsa quando esta está em períodos de alta, e aí verifica-se um grande volume de liquidez. Mas, quando há uma quebra de mercado, são estes os primeiros a fugirem dos investimentos com risco. O investidor médio não tem hábitos de poupança em activos de risco de longo prazo. Hábitos de poupança saudáveis (para os investidores e para a economia como um todo) passariam por um encarar do investimento em bolsa como uma espécie de despesa doméstica que tem de ser paga todos os meses. Se os investidores individuais assumissem esse hábito, evitariam a concentração dos seus investimentos em bolsa nas alturas em que as cotações estão mais caras e acabariam por ter um preço médio de compra das suas acções bem mais razoável, pois investiriam também em períodos de queda. E nós sabemos que, a longo prazo quem investe desta forma tem ganhos francamente interessantes. Por exemplo, mesmo com a acentuada quebra recente da bolsa, quem tivesse investido dez anos atrás e tivesse mantido o seu investimento teria hoje ainda uma apreciável rentabilidade, entre 8% a 9% ao ano. O problema é de facto as pessoas com frequência encararem o investimento em bolsa da mesma forma como encaram uma ida ao casino. O investimento em acções é um bom investimento, mas apenas se for encarado como uma aplicação de longo prazo e no contexto de hábitos regulares de poupança.

### **VE – A integração na Euronext foi positiva? Pode acentuar ou não a perda da identidade nacional?**

**JF** – A integração era inevitável. Se nós, ao nível europeu, queremos competir com o poderio das bolsas americanas, temos que passar necessariamente por um processo de integração. O nosso país faz parte de um universo maior. É imprescindível posicionar as nossas empresas perante um “benchmarking” diferente, sem prejuízo de

haver bolsas regionais que co-existam com os mercados maiores. Isso vai permitir às nossas empresas, pelo menos às mais agressivas, terem acesso a um mercado francamente maior. Para isso elas têm que crescer, têm que assumir uma postura e cultura europeias, têm que respeitar princípios de governo da empresa e respeitar as regras de mercado.

Não vejo este processo como uma perda de identidade. Com efeito, é positivo pertencermos a um mercado maior. E isso leva-nos a ter consciência da nossa pequena dimensão e da necessidade de termos empresas mais ambiciosas. Por outro lado, a integração permite que os custos de transacção em bolsa beneficiem de ganhos de escala com um impacto favorável junto em especial dos investidores particulares. E um outro aspecto consiste na harmonização de legislação reguladora da bolsa que tornará as regras de funcionamento menos susceptíveis de adaptação de acordo com interesses de natureza política local do momento que geralmente perspectivam interesses de curto prazo, em detrimento de vantagens de longo prazo em ter um quadro legal estável que fomente a confiança no investimento permanente em acções.

### **VE – Por comparação com as restantes bolsas europeias, o que justifica uma diferença tão grande em termos do desempenho da bolsa nacional?**

**JF** – Tal como já referi, um dos factores fundamentais é a questão cultural. As pessoas em Portugal não estão geralmente preparadas para investir adequadamente em bolsa. As próprias empresas não têm formação suficiente para saberem como se devem posicionar em bolsa e garantir a todo o tempo que a informação relevante esteja disponível. Também existe alguma falta de transparência nalgumas operações, como os casos de uso de informação privilegiada. É preocupante que mais casos de “inside trading” não venham a público. Noutros países, essas denúncias acontecem com mais frequência o que só demonstra que existem mecanismos de auto-defesa.

Houve também alguns problemas provocados pelas autoridades que a certa altura incentivaram, se calhar em excesso, uma participação activa em bolsa e depois mostraram alguma falta de coerência ao levarem cabo algumas alterações. Há uma série de actuações que não foram consistentes ao longo do tempo e que minaram a confiança dos investidores, nomeadamente (mas não só) no plano fiscal.

### **VE – Como combater a falta de liquidez?**

**JF** – É difícil, num contexto de integração e de cada vez maior facilidade de acesso de qualquer investidor às bolsas mundiais (especialmente com o desenvolvimento da internet), que as bolsas mais periféricas não percam alguma liquidez. Isso é inevitável. Devemos é tentar fazer com que as nossas empresas, as que revelem melhores condições para serem cotadas em bolsa, realizem a migração natural para bolsas maiores. Sem prejuízo de haver um apoio mais consistente às bolsas periféricas, que têm um papel a desempenhar, garantindo mais e melhor informação e assegurem uma adequada defesa dos interesses minoritários, e procurando que elas sejam o mais competitivas possível. Isso passa a longo prazo por garantir um sistema que assuma uma especial preocupação por aquilo que se designa de governo de empresa, isto é, a responsabilização de quem gere uma empresa em relação a todos os seus accionistas e outros financiadores através de mecanismos que garantam uma transparência e ética total nos procedimentos. Compete aos investidores institucionais, e ao Estado fomentar um bom governo das empresas, procurando incentivar uma atitude mais proactiva de todos os accionistas em relação ao desempenho das empresas em cujo capital participam.

Vejo com alguma preocupação o facto de algumas grandes empresas terem os estatutos bloqueados, por receio, muito provavelmente de situações de “take – over”

hostil. É uma atitude, hoje em dia, anacrónica. Deveria haver um incentivo à expansão e não à protecção, defendendo os interesses dos accionistas e não tanto dos gestores. Temos que fazer um esforço em termos de apoios ao crescimento das nossas empresas, incentivando-as à sua expansão interna ou externa mas com critérios exclusivamente de racionalidade económica. A melhor defesa é o ataque. As autoridades deviam prestar esse apoio. Não acredito em atitudes puramente proteccionistas do Estado. Elas ocorreram por exemplo no passado em Portugal quando se quis evitar que uma certa instituição financeira fosse parar a mãos estrangeiras. Para evitar isso atropelaram-se de maneira inconcebível as regras de funcionamento das Ofertas Públicas de Aquisição para permitir que um accionista nacional controlasse a empresa. Apesar de a curto prazo se ter evitado a participação estrangeira poucos anos mais tarde essa mesma empresa foi na mesma adquirida por um banco estrangeiro ao mesmo investidor que evitara inicialmente a primeira venda, com a diferença apenas que este encaixou um valor impressionante de mais-valias no processo.

Um aspecto que penso ser relevante para assegurar liquidez é a alteração urgente das leis que regulam a compra e venda de acções próprias por parte das empresas. Deveria haver mais liberdade para as empresas adquirirem as suas acções quando entendam que o seu valor justo é muito superior ao verificado em bolsa. Para além de isso levar a mais liquidez, seria também um sinal muito claro e credível aos investidores de que as empresas têm confiança no valor dos seus negócios.

**VE – As bolsas têm registado quedas constantes. Para quando dias melhores? Que medidas deverão ser levadas a cabo para que tal seja possível?**

**JF** – Normalmente, a bolsa portuguesa reage por arrastamento ao que se passa lá fora. Há uma correlação positiva entre a bolsa nacional e as internacionais, que tem aliás vindo a aumentar nos últimos anos. Mas, de qualquer maneira, há falta de confiança na nossa praça e, mais uma vez, isso resulta de falta de formação. É preciso reforçar os hábitos de poupança portugueses para investimentos regulares. Penso que a nossa bolsa irá recuperar brevemente, mas é difícil prever quando, pois os mercados financeiros são extremamente voláteis e contingentes a acontecimentos externos.

Nunca houve, no passado, situações de recessões prolongadas que se mantivessem por muitos anos. A longo prazo, estou convencido que o investimento bolsista continua a ser positivo. Mas, é importante referir que o investidor típico português não deve encarar a nossa bolsa como o único destino e deve colocá-la no seu lugar relativo, a nível europeu ou mundial. Deve afectar a maioria do investimento em activos de risco em empresas estrangeiras e afectar apenas uma modesta parte a empresas nacionais seleccionadas.

**VE – A envolvente fiscal será a melhor?**

**JF** – Houve alguns progressos recentes com o actual Governo. A situação herdada do Governo anterior penalizava o investimento e as empresas, nomeadamente as SGPS. Neste momento, temos as condições fiscais para que haja, no mínimo, neutralidade. Mas é importante que haja estabilidade a prazo. Se um investidor se apercebe que há uma situação fiscal favorável, mas tem receio que um dia ela se altere com a mudança de Governo, pode retrair-se. A visão de longo prazo é comprometida. É fundamental que as pessoas sejam clarificadas sobre se a situação fiscal presente é durável ou não. Interessa saber o que se passa ao longo do tempo.

Por outro lado, se se pretende incentivar e atrair o investimento (seja em bolsa seja de outro tipo) há que criar condições para que ele venha. Seguramente que o caminho errado para isso é anacronicamente pensar que se deve penalizar fiscalmente as

mais-valias em acções. Há uma ideia muito curiosa e populista nas mentes de alguns políticos de achar que é justo tributar os “lucros da especulação fácil”. Ora, na verdade não existem lucros fáceis em bolsa. Existem sim lucros que podem decorrer do assumir de riscos e que serão uma remuneração do risco de um investidor perder por vezes uma elevadíssima proporção do seu capital investido. Enquanto investigador sobre questões de funcionamento dos mercados de capitais, posso garantir que a esmagadora maioria dos estudos científicos nos últimos 30 anos concluem que é praticamente impossível ter lucros anormais sem risco depois de custos de transacção. A única excepção será quando alguém tem informação privilegiada que utiliza de forma ilegal em benefício próprio. Daí que seja essencial que as autoridades que supervisionem a bolsa mostrem resultados nesse domínio.

A tributação dos dividendos também tem que ser revista (não só em Portugal como em muitos outros países). Não percebo de facto a lógica da tributação dos dividendos recebidos por investidores individuais. Quando uma acção paga dividendos, a cotação desce no mesmo montante do dividendo. Ou seja, o investidor mantém exactamente a mesma riqueza. É, no entanto, tributado o dividendo recebido. O que significa que num ano em que as cotações desceram e o investidor ficou mais pobre, ainda assim ele foi tributado se recebeu dividendos! É um dos maiores absurdos fiscais e não é assim que se ganha a confiança dos investidores particulares.

Para além da componente fiscal, falta sobretudo um impulso na confiança. Este só irá acontecer quando as condições económicas gerais melhorarem significativamente.

**VE – Com a conjuntura actual, os investidores estão a refugiar-se em aplicações sem risco. Como impulsionar essa confiança, que é necessária às aplicações de risco, como é o mercado accionista?**

**JF** – Esse é um grande erro. O investidor olha para a bolsa, vê retornos negativos e é tentado a investir em aplicações que, apesar de produzirem baixos rendimentos, estão no “azul” e não no “vermelho”. Historicamente, os maiores retornos acontecem no início dos períodos da recuperação. Muitas vezes, quando decidimos investir em activos com risco já perdemos grande parte dos retornos que se concentram nas fases iniciais de um processo de expansão. Deve haver uma contínua repartição entre aplicações com e sem risco.

Não acredito muito nos incentivos fiscais ao investimento. Acredito mais num sistema fiscal estável, previsível, não penalizador e neutro. De tal forma que as pessoas possam encarar com alguma tranquilidade o seu investimento regular em bolsa. Só isso permitirá que haja consistência no mercado bolsista nacional. Obviamente, no entanto, que se outros países assumem enquadramentos fiscais ou regulamentares que favorecem os seus mercados, nós não podemos ficar atrás e as autoridades têm a obrigação de estar atentas a esse nível de competitividade. Por exemplo, em Espanha, e em certas condições, as empresas beneficiam fiscalmente da amortização do chamado Goodwill (a diferença entre o valor de aquisição de uma sociedade e o valor contabilístico da sua situação líquida). Deste modo as empresas espanholas têm um maior incentivo para serem agressivas a comprar outras empresas. Mas é tanto ou mais importante que se assegure o bom funcionamento e a supervisão adequada dos mecanismos de bolsa e que a informação seja transparente.

**VE – O que é mais prejudicial ao mercado, a atitude das empresas cotadas ou a forma como as autoridades estabelecem e aplicam as regras do jogo?**

**JF** – A partir do momento em que as autoridades mudam as regras do jogo o tempo todo, os investidores perdem a confiança. É necessário que as autoridades compreendam que os custos políticos do momento são menores do que os custos

económico – financeiros resultantes de uma bolsa desacreditada. As atitudes proteccionistas têm efeitos negativos de longo prazo na credibilidade da bolsa. Esse é de longe o aspecto mais prejudicial. Se o enquadramento legal fôr o adequado e fôr correcta e atempadamente aplicado (condições que nem sempre se verificam em Portugal), o resto virá mais tarde ou mais cedo por arrastamento. Nomeadamente as empresas com má atitude (em relação aos investidores ou aos seus negócios) acabarão por ser penalizadas.