

EMPRESA, SISTEMA FINANCEIRO E MERCADO DE CAPITAIS *

DIOGO LEITE DE CAMPOS

Professor da Universidade de Coimbra
e da Université de Droit, d'Economie
et de Sciences Sociales de Paris.

Dirigem-se, as palavras que se seguem, a descrever as relações das empresas — sobretudo das sociedades — com o sistema financeiro e com o mercado de capitais, entendidos estes como necessários instrumentos do seu desenvolvimento.

É conveniente precisar que o relacionamento das sociedades com o sistema financeiro e com o mercado de capitais depende de um complexo enquadramento a nível nacional, político e económico. Para delimitar a nossa análise, ignoraremos este enquadramento, embora eventualmente tenhamos de referir algumas das consequências mais significativas que ele produz naqueles domínios.

Ocupar-nos-emos preponderantemente dos factores jurídico-institucionais, tomados isoladamente do contexto político-económico. Ficando sempre pelas linhas gerais, como impõe a vastidão do tema e o seu carácter introdutório em relação às conferências que se seguem no mesmo ciclo.

Numa primeira parte, veremos a interligação sociedades — sistema financeiro e mercado de capitais. Numa segunda parte, indicaremos a influência que o factor fiscal, transformado em condicionante estrutural das sociedades, exerce nestas e no seu acesso ao sistema financeiro e ao mercado de capitais.

I. *Sistema financeiro e mercado de capitais*

1. *Sistema financeiro. Estrutura.*

O sistema financeiro português caracterizou-se, até 1974, pelos seguintes traços:

* O presente artigo foi escrito em julho de 1985.

— predomínio das sociedades (empresas privadas e de escopo capitalístico) sobre outras formas, nomeadamente mutualísticas ou públicas;

— reduzido número de instituições financeiras, geralmente de âmbito nacional;

— movimento a curto prazo no sentido da concentração;

— não especialização;

— predomínio do sector bancário, assumindo, por exemplo, as empresas de seguros reduzida expressão relativa;

— concentração do capital social.

As medidas tomadas, em 1974 e 1975, quanto ao sector bancário (e ao sistema financeiro em geral), deixando intocadas as características técnicas apontadas, aumentaram a concentração das empresas e do capital, através de nacionalizações, fusões e incorporações.

Daqui resultou a possibilidade política e empresarial de maior controlo do Governo sobre o sector financeiro e a subtracção de parte deste ao correcto funcionamento da economia de mercados, nomeadamente no que se refere à concorrência, objectivos e autonomia de gestão.

Porém, desde 1978 que foram tomadas medidas legislativas com o objectivo de diminuir a excessiva concentração e a não especialização das instituições financeiras.

A criação das sociedades de desenvolvimento regional visava promover o desenvolvimento económico e social das regiões mais atrasadas, através da fixação nelas dos capitais aí produzidos — até hoje canalizados pelo sistema bancário para as zonas mais desenvolvidas — e de prestação de serviços mais próximos e mais adequados às respectivas zonas de actuação.

As sociedades de investimentos eram entendidas como instrumentos de prestação de serviços especializados às empresas, nomeadamente a nível do reforço do seu capital próprio.

As sociedades de locação financeira, praticando uma única operação altamente especializada, deveriam promover o progresso tecnológico das empresas, canalizando para elas os aforros das famílias.

Contudo, nenhuma destas novas instituições produziu todos os resultados que delas seriam de esperar.

Quanto às sociedades de locação financeira, exageradas restrições quanto ao seu acesso ao aforro das famílias, levam a que elas, em parte, mais não sejam do que grossistas na distribuição do crédito bancário. Isto, para além, de dificuldades burocráticas e fiscais levantadas à sua acção, e da própria estreiteza do mercado.

As sociedades de desenvolvimento regional, de que até agora não foi constituída nenhuma, sofrem de uma estrutura de gestão interna demasiadamente pesada, de exigências de capital excessivas, e de os meios fiscais e de captação de recursos postos à sua disposição não serem compatíveis com a tarefa difícil que lhes é assinalada.

As sociedades de investimento, também demasiado limitadas no que se refere à captação de recursos, encontram-se demasiadamente próximas do estatuto de bancos de investimento, mas simultaneamente demasiado afastadas, para que estes não pareçam mais apetecíveis.

Finalmente, sendo facultadas aos bancos de investimento quase todas as operações dos bancos comerciais, e vice-versa, também aqui não se obtém uma conveniente divisão de trabalho.

Num sector decisivo como é da canalização de capital a risco para as empresas, deparamos com a ausência de sociedades de capital de risco e de fundos de investimento — isto sem ignorarmos o papel que, nesta matéria, podem desempenhar as sociedades de investimento e de desenvolvimento regional.

As sociedades de capital de risco não estão reguladas legislativamente. Os fundos de investimento mobiliários acabam de ser objecto de regulamentação, tendo sido apresentados há algum tempo diversos pedidos de autorização de fundos com base na legislação anterior.

Note-se que o papel dos fundos é muito importante, fornecendo à grande massa dos pequenos e médios aforristas a possibilidade de investirem no capital das empresas, por prestarem àqueles serviços especializados de constituição e administração de carteiras de títulos, e potenciarem os lucros pela recolha de grandes volumes de capitais.

De qualquer modo, ainda hoje o panorama que o nosso sistema financeiro nos oferece, sob o ponto de vista da sua estrutura, não corresponde totalmente ao que pertenceria a um sistema diversificado, flexível e próximo das necessidades da economia nacional.

2. *Sistema financeiro: dinâmica*

O sistema bancário, em virtude da paralisação do mercado de acções e da extrema modéstia do mercado de obrigações privadas, mobiliza, através dos depósitos a prazo, a quase totalidade da capacidade de financiamento das famílias.

Estes depósitos devem satisfazer a maioria das necessidades das empresas e a procura de meios líquidos por parte do sector público administrativo.

Sucedem que sucessivos governos têm procurado maciçamente esses recursos, com prioridade sobre as empresas e as famílias, fixando tetos ao crédito concedido a estes e impondo as condições do financiamento destinado ao sector público. Ou seja: a Administração pública determina o coeficiente de transformação dos depósitos em crédito às famílias e às empresas, e as próprias margens de exploração da banca.

O Estado tem vindo a financiar-se com prioridade, reduzindo o crédito às empresas e às famílias, afirmamos. Vamos prová-lo.

O Banco de Portugal tem tomado directamente a maior parcela dos empréstimos públicos internos — 85% em 1978 e 1979 e 60% em 1983.

As instituições de crédito foram forçadas, desde 1979, a deter em títulos da dívida pública um mínimo de 5% do total dos depósitos. O Estado coloca no sistema bancário, a taxas de juro inferiores ao custo médio dos recursos, os empréstimos internos a curto prazo, os empréstimos trianuais, e os bilhetes do Tesouro e as obrigações do Tesouro, com o que contrai correlativamente as possibilidades de concessão de crédito às empresas e às famílias. Assim, os coeficientes de conversão dos depósitos em crédito têm vindo a cair desde 1977.

Seguidamente, a Administração pública fixa as condições do financiamento concedido pelo sistema bancário. Este é forçado a bonificar directamente o crédito à habitação, a bonificar o crédito integrado em contratos de viabilização, com pagamento de comissões de garantia ao Fundo de Compensação. Também tem de receber obrigações representativas do saneamento financeiro das empresas públicas (Decreto-Lei 146/78) com uma taxa de juro de 25%, e o pagamento de uma comissão de garantia ao Estado (portaria 416/78); de receber títulos de indenização pelo seu valor nominal, a que acrescem os provenientes de nacionalizações de carteiras de títulos, além de ter de pagar pensões, impostos, etc.

Daqui resulta uma diminuição das margens de exploração da banca, repercutida necessariamente sobre as empresas e as famílias, em termos de a taxa efectiva de juro do crédito que obtêm ser o dobro da taxa paga pelo banco pelos depósitos.

Por outras palavras: ao lado das receitas que o Estado recolhe directamente através dos impostos, obtêm outras indirectamente através do sistema bancário, impondo serviços e prestações em condições por ele fixadas, mais favoráveis do que as que obteriam se se submetesse às regras do mercado. E, por outro lado, como a inflação é devida, em parte, à alta taxa de juro e à retracção do produto pelas dificuldades e custo do financiamento, a subida do custo do crédito contraria a política antiinflacionista prosseguida

por outros instrumentos. Além de que as restrições impostas ao crédito às famílias e às empresas são compensadas pela canalização desses recursos para o sector público.

Na nossa óptica, o estado de coisas referido traduz-se na circunstância de as empresas não se poderem financiar junto da banca, pelo volume e ao preço que necessitariam. As taxas de juros efectivas praticadas conduzem, aliás, à inviabilização da generalidade das empresas que necessitam de recorrer a esse crédito; com efeito, raros serão os investimentos com uma taxa de rentabilidade superior à taxa de juro efectiva.

Sendo assim, teriam as empresas de recorrer ao mercado de capitais. Mas estarão em condições de o fazer? A resposta a esta pergunta será o objecto das considerações que se seguem.

3. *Mercado de capitais*

A melhoria da situação financeira das empresas, através do reforço dos capitais próprios, é condição da sua sobrevivência por:

— passarem a não ter prazos de reembolso e a dispor da possibilidade de distribuírem rendimentos na medida estrita da sua rentabilidade;

— poderem dispor de acrescida capacidade de negociação junto da banca, nomeadamente no sentido de obterem crédito a médio prazo, que está muito dependente do volume de capitais próprios;

— dispensarem o recurso sistemático ao desconto de letras.

Por outro lado, a recolha de capitais mutuados pela emissão de obrigações permitirá não só o alargamento dos prazos de reembolso, como a diminuição dos encargos financeiros das empresas, dado que a taxa efectiva de juro a pagar será inferior à taxa efectiva de juro a dispender por financiamentos bancários.

Contudo, o acesso ao mercado de capitais encontra-se vedado ou dificultado à generalidade das empresas. A umas, pela sua própria dimensão ou forma societária. A generalidade das outras, sobretudo as grandes ou médias sociedades anónimas, depara com obstáculos a nível da sua estrutura e do meio ambiente.

As sociedades anónimas portuguesas sempre foram, em regra, sociedades fechadas. O seu capital, pouco repartido, encontrava-se concentrado na titularidade de uma pessoa ou de uma família, que tendiam a considerar a sociedade como um mero elemento do seu património pessoal. Daqui, e desde logo, reduzida distribuição de lucros, pois os titulares de posição dominante preferiam levá-los a reservas ou gozá-los em espécie.

Este facto explica o escasso desenvolvimento que sempre teve, em Portugal, o mercado de acções. Os titulares das posições dominantes relutavam em abrir o capital — preferindo aumentá-lo com incorporação de reservas ou meios próprios, ou recorrer a capitais mutuados. Por outro lado, o pequeno aforrista não encontrava no investimento em acções uma remuneração adequada — pois o lucro, sempre aleatório, ainda mais o era pela dependência em que se encontrava a sua efectivação ou distribuição ao arbitrio dos sócios maioritários.

É certo que, a partir de 1972, o mercado das acções se animou, nomeadamente por acção dos grandes grupos económicos e dos fundos de investimento. Mas, tratava-se de uma animação artificial: as emissões acima do par traziam para esses grupos elevados capitais que lhes permitiam manter um clima de alta na bolsa, que não correspondia devidamente à produtividade das empresas. O investidor jogava nas mais-valias — note-se que, mesmo os fundos, assentavam a sua política mais na valorização das participações do que na distribuição de lucros. Tratava-se, pois, de colocações a curto prazo, e não, verdadeiramente, de participação nos riscos da actividade empresarial, de investimento nas empresas enquanto tais.

As nacionalizações directas ou por arrastamento dos grandes grupos económicos vieram determinar a paralisação da bolsa e a desconfiança dos investidores expropriados.

As empresas, em virtude da crise económica dos últimos anos e dos vícios de estrutura apontados, não souberam contrariar esta tendência. O mercado de acções é quase inexistente, o de obrigações privadas está no balbuciar. As empresas têm de se voltar para o crédito bancário, com os elevados custos e graves inconvenientes apontados.

De tudo isto resulta que, no que se refere à recolha de capitais, as sociedades portuguesas nem dispõem do moderno *engineering* representado pelos fundos de investimento, nem podem aproveitar a tecnologia clássica constituída pelas sociedades anónimas. Estas, com o capital fechado, encontram-se reduzidas, na realidade, a sociedades por quotas.

Haverá, pois, nesta matéria, que restituir a lógica à actividade empresarial privada, que visa a obtenção e a distribuição de lucros. E o primeiro instrumento jurídico a utilizar com este fim será a protecção das minorias. Não só estas devem ter uma intervenção activa nos órgãos de decisão — ou seja, na formação dos lucros — como na sua distribuição. Os lucros são produzidos para ser distribuídos — embora possam e, eventualmente devam, regressar à sociedade. Nesta matéria haverá que não distorcer, por factores

fiscais, a decisão de distribuir os lucros. E haverá que ir mais longe do que o faz o actual projecto de lei das sociedades, impondo obrigatoriedade de distribuição dos lucros, a exemplo do que faz, por ex., a lei brasileira.

Mas, suponhamos que uma sociedade anónima, rentável, e seguindo uma adequada política de distribuição de lucros, decide recorrer ao mercado de capitais?

Não trataremos aqui das delongas burocráticas que dissuadirão ou dificultarão tal recurso. Vamos ocupar-nos, tão-só, da influência do factor fiscal no acesso das sociedades ao mercado de capitais.

II. *O factor fiscal*

Seria ocioso repetir, pois é bem sabido, que as empresas portuguesas estão submetidas a gravames fiscais desconhecidos das suas congéneres da OCDE. Mas não resistimos a dar alguns elementos esclarecedores.

A tributação da actividade económica em Portugal assenta sobre a empresa e o acto de comércio isolado, quando na generalidade dos ordenamentos jurídicos da OCDE tem como sujeito passivo as sociedades, e dentro destas, só as dotadas de personalidade jurídica fiscal.

Assim, enquanto em Portugal, os lucros dos actos de comércio isolados, das empresas não societárias e das sociedades de pessoas estão sujeitos a dupla tributação económica — enquanto lucros da sociedade e enquanto dividendos distribuídos aos sócios —, nos Estados da OCDE, em princípio, só as sociedades de capitais (tipicamente, as sociedades anónimas abertas) suportam tal dupla tributação.

E, mesmo estas, vêm frequentemente tal dupla tributação muito mitigada — quando não eliminada — pelo sistema do crédito de imposto: o sócio tem um crédito sobre o Estado, em relação ao imposto sobre o seu rendimento, correspondente à parte ou à totalidade do imposto pago pela sociedade sobre a quota de lucros que lhe distribuiu.

Assim, em Portugal, a estrutura fiscal determina, por si própria e pelo peso dos encargos, uma distorção nas decisões económicas das empresas: é, em princípio, mais conveniente, sob o ponto de vista fiscal, levar os lucros a reservas do que distribuí-los. Tanto mais que a dissolução das sociedades ou a transmissão das partes sociais não estão sujeitas a qualquer imposto sobre as mais-valias derivadas de uma acumulação de reservas.

Complementarmente, a contribuição industrial portuguesa conhece uma taxa superior à da maioria das taxas dos impostos sobre as sociedades dos Estados da OCDE. Assim, a taxa portuguesa de 49% (imposto extraordinário compreendido) é superior às existentes na Alemanha (sobre os lucros distribuídos), Bélgica, Espanha, Grécia, Baixos, Itália e Suíça, só sendo ultrapassada pela França, Reino Unido, Suécia e Dinamarca.

Assim, as sociedades portuguesas são mais pesadamente tributadas do que as suas congéneres europeias e da América do Norte — mesmo esquecendo que, nestes Estados, só estão sujeitos ao imposto das sociedades certos tipos de sociedades.

Poderíamos, aliás, desenvolver esta análise referindo que a valorimetria dos *stocks*, os critérios e quotas de amortização, as provisões, etc., ao tornarem os “lucros fiscais” muito superiores aos lucros reais, transformam frequentemente em Portugal as taxas nominais em taxas efectivas muito superiores.

O incitamento fiscal à não distribuição de lucros — e, correlativamente, ao não investimento nas sociedades — é tanto maior, em termos absolutos e relativos, quanto as taxas do imposto complementar português são, em si mesmas — mesmo sem considerar a tributação que as precede —, as mais elevadas dos Estados da OCDE, para os escalões mais reduzidos.

Além do que a taxa de inflação leva a que a carga fiscal resultante dos impostos com taxa progressiva, como é o complementar, aumente nessa medida. Aumento que é particularmente significativo em Portugal, dada a alta taxa de inflação que se vem conhecendo no último decénio — não compensada por actualizações insuficientes dos escalões.

E se levássemos em conta a inexistência em Portugal, a nível do imposto complementar, de uma correcta ponderação da estrutura e das necessidades de família, das deduções para encargos com velhice, casamento, nascimento de filhos, etc., em termos semelhantes aos que existem em numerosos ordenamentos estrangeiros, tal inexistência fará subir a taxa real do imposto complementar para níveis ainda superiores.

A pesada tributação em contribuição industrial cerceia demasiadamente os lucros das empresas. O imposto complementar dissuade-as de distribuir os lucros, levando estes a reservas. Nestes termos, o sistema fiscal é desincentivador do investimento na actividade produtiva, do assumir duradouramente os riscos do desenvolvimento social, sobretudo para os pequenos e médios aforristas. E esta afirmação poderia ainda assentar numa descrição do peso das contribuições para a segurança social e para o fundo de desemprego, que oneram grandemente os custos do trabalho, e dos múl-

tiplos encargos, a nível de impostos directos e indirectos, de taxas e de emolumentos, que sobrecarregam a constituição e as transformações das empresas.

Queremos, contudo, deixar claro ser nosso entendimento que o factor fiscal é tão-só um dos muitos que entravam o desenvolvimento das empresas e o seu acesso ao mercado de capitais. Como sobre ele não devem recair, pois, todas as culpas, não deve ser ele o único motor da recuperação. Que não se julgue que desagravamentos fiscais, por muito significativos que sejam, compensarão a influência negativa da estreiteza do mercado, da desconfiança dos investidores, da má qualidade dos serviços públicos, das deficiências do sistema bancário, etc. Não. O fisco não poderá comprar a solução de tudo. Uma resolução do problema da recuperação da economia portuguesa exige uma análise e solução integradas — que ultrapassam os quadros desta exposição — nas quais o problema fiscal é só um elemento.

Nestes limites, e a exemplo do que fizemos quanto às matérias anteriores, vamos esboçar um breve projecto de política fiscal.

A dupla tributação económica dos lucros das sociedades tem sido justificada com base na maior capacidade contributiva destas, derivada de duas vantagens que apresentam: limitação da responsabilidade do empresário (dos sócios) e capacidade acrescida de recolha de capitais.

Estas duas características só são típicas das sociedades de capitais, máxime das sociedades anónimas abertas. Por este motivo, as legislações que podem servir de exemplo, ao não outorgarem personalidade jurídica fiscal às sociedades de pessoas, limitaram-se a tirar as ilações daquelas premissas.

Mas, mesmo quanto às sociedades anónimas, o sistema de crédito de imposto vem limitar ou eliminar a dupla tributação. Intenta-se, destarte, desagrar os seus rendimentos, promovendo a actividade produtiva, e, doutro lado, tornar fiscalmente indiferente a decisão de distribuição de lucros, como meio de incentivar esta e, portanto, o mercado de capitais.

Este exemplo deveria ser seguido em Portugal, por maioria de razão. Com efeito, entre nós a paralisação do mercado de acções torna as sociedades anónimas incapazes de desempenhar a sua função de recolher grandes massas de pequenos e médios aforros. E a crescente descapitalização das empresas força os seus sócios maioritários a garantir com o seu património pessoal as dívidas da empresa.

Não tem, pois, a forma societária, em Portugal, hoje, particulares virtudes no que se refere à capacidade contributiva.

Deste imperativo de justiça não se terá dado conta o legislador português que, no S.I.I.I., se mostrou particularmente restritivo a nível de abatimentos na contribuição industrial — isto para não falar da escassez dos outros benefícios e da rigidez da sua concessão.

O outro problema fundamental, neste domínio, estará em canalizar o aforro para o investimento em capital a risco. Haverá aqui, e seguindo o exemplo de diversos países em vias de desenvolvimento, que deduzir da matéria colectável do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares, a totalidade ou um montante significativo do rendimento investido. Permitir, através do desagravamento fiscal, uma adequada, remuneração desse investimento e promover o reinvestimento dos lucros.

Também nesta matéria, os incentivos concedidos à mobilização directa do aforro para fins de investimento (contidas no Decreto-Lei n.º 409/82) se têm mostrado escassos.

O Decreto-Lei n.º 182/85 de 27 de maio, seguindo, o trilho já anunciado pelo Decreto-Lei n.º 409/82, veio complicar qualitativa e quantitativamente o elenco de benefícios concedido por este último. É de salientar, na esteira das considerações que fizemos, a dedutibilidade do rendimento global líquido relativo aos anos de 1985, 1986 e 1987, até ao limite de 250 contos, do montante do investimento efectuado na compra ou subscrição de acções cotadas nas bolsas de valores.

Estamos em crer que o novo quadro de incentivos, apoiado no facto de muitas acções estarem subvalorizadas, permitirá o acréscimo do fluxo de aforros ao mercado de títulos.

III. *Conclusão*

Se quiséssemos resumir os remédios que nos parecem exigir as deficiências encontradas, indicariamos:

- a) Diversificação e racionalização da actividade dos intermediários financeiros;
- b) Protecção das minorias das sociedades, em termos, nomeadamente, de se tornar obrigatória a distribuição de todos, ou de uma parte apreciável dos lucros;
- c) Criação de um sistema de crédito total de imposto, a nível de contribuição industrial/imposto complementar; e
- d) Definição de incentivos ao investimento traduzidos na dedução, da matéria colectável do imposto complementar, da totalidade ou parte importante dos investimentos no capital das empresas.