



Rui Alpalhão
Presidente da comissão executiva
Professor Auxiliar, ISCTE Business School

Em Portugal não há transparência. Pelo menos, não há transparência fiscal para os veículos de investimento imobiliário... Noutras paragens, pelo contrário, há transparência, ou pelo menos, transparência fiscal para os veículos de investimento imobiliário. É assim na América (do Norte), na Ásia, na Oceânia e na Europa (em 13 dos 27 países da União Europeia). Nestas paragens, existem veículos de investimento imobiliário que não são tributados e têm antes regras de distribuição compulsiva que os obrigam a distribuir os seus resultados aos respectivos investidores, para que estes sejam tributados (uma vez...) de acordo com as regras que se aplicam a cada um deles.

Perderemos nós, portugueses, algo por não sermos transparentes? É argumentável que sim. Alguns pensarão imediatamente que a transparência é coisa de países ricos, sem problemas de procedimentos de "deficits" excessivos, nos quais, como é sabido, somos recordistas europeus. Não é evidente que assim seja. A transparência fiscal evita a dupla tributação (do veículo e do investidor), mas não só não evita a tributação do investidor, como até a força, pois todos os regimes sérios de transparência fiscal vêm acompanhados por regras de distribuição compulsiva da grande maioria (normalmente, 90 a 95%) dos resultados anuais.

Parece pouco provável que a República Portuguesa sacrifique impostos se vier a seguir o padrão internacional e introduzir um regime de transparência fiscal para fundos de investimento imobiliário. Sacrificará alguma inequidativa dupla tributação, mas tal efeito deverá ser compensado pelo efeito indutor da transparência nos investidores nacionais que investirão mais e assim pagarão mais impostos porque fazem mais negócios, em vez de fazerem poucos pelos quais são tributados duas vezes. Este benefício é, reconheça-se, incerto mas, pelo contrário, os custos da falta de transparência são certos.

Para começar, a falta de transparência (fiscal...) discrimina negativamente os investidores imobiliários nacionais. A maioria dos seus concorrentes europeus e americanos tem acesso a veículos de captação de poupanças fiscalmente transparentes e eles não, pelo menos no seu mercado doméstico. O resultado é duplamente mau: alguns investidores não se capitalizam, outros como a Sonae Sierra fazem-no na Holanda (uma jurisdição transparente desde 1969).

Em consequência da discriminação introduzida pela falta de transparência entre nós, os investidores que não tiveram o

engenho necessário para aproveitar as oportunidades que se lhes depararam e aceder a mercados internacionais para levantar fundos ficam condenados ao Portugal dos Pequeninos, enquanto os investidores internacionais vão comprando e vendendo pedaços da Avenida da Liberdade entre si.

A sentença de encarceramento no Portugal dos Pequeninos tende a ser cumulativa com a da exclusão do clube dos retornos elevados. A escala é importante para a maioria das estratégias de investimento e a dimensão é importante em si para a acumulação de capital. A maior parte dos investidores tende a preferir investir €100 milhões com uma rentabilidade de 15% do que €100 mil com uma rentabilidade de 30%. Para piorar as coisas, o investimento de €100 milhões com uma estratégia focada tende a proporcionar melhores rendimentos do que o investimento de pequenas quantias, que não permitem nem diversificar, nem tão-pouco optar por especializações funcionais ou regionais consequentes.

Outra sentença decorrente da falta de transparência (fiscal...) é a prisão perpétua dos activos imobiliários das empresas portuguesas nos respectivos balanços. Há notícias de algumas fugas, mas poucas e apenas por empresas muito ousadas. A cisão dos patrimónios imobiliários de sociedades industriais e comerciais é, teoricamente, benéfica. A passagem de uma situação de proprietário a uma de arrendatário liberta capital, solidificando a estrutura financeira e aumenta a flexibilidade e eficiência das soluções operacionais, com efeitos potencialmente benéficos nos resultados. Naturalmente, sem um fluxo fluído de capital para veículos de investimento imobiliário, estas vantagens não se materializam, quanto mais não seja porque o capital disponível para ser investido não tem forma eficiente de ser canalizado para investimentos deste teor.

Entre nós, a ausência de transparência (fiscal...) secou completamente o mercado de acções do sector imobiliário. A Sonae (então ainda Imobiliária) andou pela Bolsa de Lisboa, tal como a Mundicenter, mas os accionistas de referência destas sociedades (Sonae e Grosvenor e Alves Ribeiro, respectivamente) decidiram retirá-las da cotação, essencialmente porque estavam cotadas bem abaixo dos valores dos activos respectivos. Pensando um pouco, esta situação fazia algum sentido. De facto, se um investidor adquirir imobiliário directamente, é tributado uma vez, mas se o fizer indirectamente, por exemplo através de uma sociedade ou fundo cotado (esqueçamos por instantes que já não existe tal coisa em Lisboa), é premiado com a repetição da tributação. Assim sendo, só pode mesmo valorizar as acções a desconto.

A falta de transparência (fiscal...) também incentiva o recurso à dívida, aumentando o risco do investimento. Um veículo transparente não tem vantagens fiscais em recorrer a dívida, e portanto usa, "ceteris paribus", menos capital alheio do que um veículo não transparente. Finalmente, a falta de transparência (fiscal...) é o maior incentivo para a domiciliação de veículos em paraísos fiscais, tão vilipendiados pelas autoridades que ao fugir à transparência (fiscal...) os promovem de facto. O paraíso, afinal, pode bem vir a ser na ocidental praia lusitana.