

Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros

- Financiamento de Sociedades e Planeamento Fiscal –

Dissertação de Mestrado

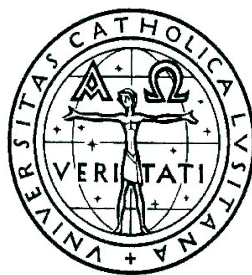
Março de 2012

Alina Meriacre

Orientação:

João Taborda da Gama

Franquelim Alves



Mestrado em Direito e Gestão

Universidade Católica Portuguesa

Abreviaturas

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas

CIRS – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares

CPPT – Código do Procedimento e Processo Tributário

CSC – Código das Sociedades Comerciais

IRC – Imposto sobre as Pessoas Colectivas

LGT – Lei Geral Tributária

ADVERTÊNCIA

As referências bibliográficas são citadas pelo autor, título, editora, local de publicação, data e página. Na primeira citação a obra aparece com todas estas referências, ao passo que nas seguintes surge o nome do autor acompanhado pela sigla *op. cit.*, a que se segue a indicação da página.

No final do trabalho surge uma lista de bibliografia final e fontes utilizadas, em que se apresenta toda a bibliografia consultada e citada com menção de todos aqueles elementos.

ÍNDICE

1.	Introdução	4
2.	Enquadramento	9
2.1	Instrumentos Financeiros Híbridos	9
2.2	Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros: Art. 360.º e ss. do CSC	12
3.	Tratamento Contabilístico	16
4.	Tratamento Fiscal	21
4.1	Enquadramento	21
4.1.1	Tributação dos juros das obrigações clássicas	21
4.1.2	Tributação dos instrumentos financeiros híbridos	22
4.2	Tributação das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros	24
4.2.1	Dedução dos juros	24
4.2.2	Directiva dos Juros e Royalties e Convenções de Dupla Tributação	26
5	Perspectiva financiamento de sociedades	31
5.1	Vantagens e desvantagens	33
5.1.1	Vantagens	33
5.1.2	Desvantagens	39
5.2	Sociedades visadas	42
6.	Planeamento fiscal	45
7.	Conclusão	53
8.	Bibliografia	55

1. Introdução

Âmbito do presente trabalho

O presente trabalho incide sobre um tipo de obrigações¹, as obrigações com juro suplementar dependente dos lucros, também conhecidas por obrigações participantes, que se caracterizam por oferecerem, para além dum juro periódico fixo, uma remuneração adicional variável em função dos lucros realizados pela sociedade emitente². Estas obrigações adquirem assim uma característica importante do capital que se consubstancia na participação do titular da obrigação nos resultados da empresa emitente.

Na perspectiva da sociedade emitente, este tipo de obrigações oferece a vantagem de o juro periódico fixo ser mais baixo do que seria caso a sociedade se financiasse através de obrigações ditas ordinárias ou clássicas. Mais ainda, e como veremos melhor *infra* no ponto 6.1.1, o custo dos capitais, i.e., a taxa suportada pela empresa com o financiamento³, tanto interno como externo, apenas aumenta quando o seu lucro se expande, compensando, assim, o acréscimo de encargos⁴. Ademais, a sociedade emitente, em caso de conjuntura desfavorável, apenas terá que suportar os encargos com o juro fixo, questão que será melhor desenvolvida *infra* no ponto 5.

Na perspectiva do investidor “*a criação das obrigações veio conceder às obrigações privilégios reservados, em princípio, às acções, passando o obrigacionista a deter um activo de maior risco, mas que, em caso de evolução favorável da entidade emitente, lhe poderá proporcionar uma remuneração superior à das outras obrigações*”⁵.

¹ Título de crédito, que confere ao seu titular o direito de receber periodicamente juros, e numa determinada data, o reembolso do capital mutuado. Tem como elemento principal a taxa de juro, o valor nominal, o preço de emissão, o valor do reembolso e o método de amortização.

² Art.º 360.º e ss. do CSC.

³ Exemplos: taxa de juro paga aos obrigacionistas, taxa de juro contratada relativa a empréstimos bancários, percentagem paga como dividendos aos accionistas.

⁴ Acréscimo resultante do pagamento do juro suplementar, cujo montante é calculado como base numa percentagem do Resultado Líquido, conforme critérios estabelecidos no art. 361.º do CSC, e que, deste modo, aumenta apenas na medida do aumento do Resultado Líquido.

⁵ Cf. ANTÓNIO SILVA DIAS, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa, Quid Juris, 2002, p.73.

Perspectiva histórica

A criação das obrigações participantes teve como inspiração a preocupação ⁶ de “*atenuar os retornos negativos do investimento em títulos obrigacionistas que residem na circunstância de o crédito estar exposto ao risco de desvalorização monetária e ser insensível aos resultados positivos da actividade da empresa financiada*”⁷.

Em Portugal, estas obrigações foram introduzidas em 1977 através do Decreto-lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto. A “*reduzida dimensão do mercado de obrigações de empresas resultante em parte da insuficiente procura de títulos de rendimento fixo por parte dos investidores não institucionais, o que constitui obstáculo sério à adequada orientação da poupança para o financiamento do desenvolvimento económico*”⁸ foi a razão apontada para a criação deste tipo de obrigações. Na verdade, o destinatário imediato visado pelo diploma citado eram as empresas nacionalizadas que, no período pós-25 de Abril, constituíam o grosso do tecido empresarial português. Pode ler-se no preâmbulo do diploma citado “que se considera dever ser dada também às empresas públicas a possibilidade de emitirem obrigações participantes, como forma de fazer o público partilhar dos resultados obtidos por tais instituições, que, em conjunto, ocupam hoje em dia uma posição de peso na economia portuguesa.” O Estado português pretendeu dar uma resposta atractiva à dificuldade, por parte das empresas nacionalizadas / a nacionalizar, de se financiarem.

Mais tarde, a situação financeira das empresas exportadoras penalizadas pelas variações cambiais resultantes da crise do Sistema Monetário Europeu em 1992 conduziu à criação de incentivos especiais à emissão de obrigações participantes por parte dessas empresas. Esses incentivos foram criados pelo Despacho Conjunto do Secretário de Estado-Adjunto e do Comércio Externo de 26 de Abril de 1993 e pelo Regime de Apoio ao Fomento de Obrigações Participantes no contexto do PEDIP II⁹, tendo sido previsto o desenvolvimento de um mecanismo por parte da IAPMEI¹⁰ para fazer face às necessidades financeiras na subscrição das obrigações participantes, mecanismo que

⁶ Quanto às finalidades que estão na base do processo de inovação financeira que tem marcado o mercado de obrigações, vide ANTÓNIO SILVA DIAS, *op. cit.*, p.73.

⁷ *Idem.*

⁸ Cf. Decreto-lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto, preâmbulo.

⁹ Programa Estratégico de Dinamização e Modernização da Indústria Portuguesa.

¹⁰ Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação.

passou pela admissão ao acesso ao FGIF¹¹. Esses incentivos conduziram ao aumento exponencial de emissão de obrigações participantes em 1993, 1994 e 1995^{12 13 14}.

O respectivo mecanismo acabou apenas por ser aplicado a obrigações participantes emitidas por PME¹⁵ ao longo do QCA¹⁶ II, não tendo sido alargada a sua aplicação no POE¹⁷, nem no QREN¹⁸.

Desde então, a emissão deste tipo de obrigações não tem tido expressão no mercado financeiro português¹⁹.

Não obstante, actualmente está em curso um estudo no que concerne à reintrodução / incentivo ao desenvolvimento de mecanismos eficientes de apoio à emissão de obrigações participantes por parte de PME. Neste sentido foi recentemente publicado um estudo, em Setembro 2011, pela NERSANT, Associação Empresarial, “*Estudo estratégico para a criação e concepção de mecanismos inovadores para reforço dos capitais próprios e permanentes das PME*”, estudo elaborado por N Partners Solutions, Unipessoal Lda.^{20 21 22}

¹¹ Fundo de Garantia por parte das Instituições Financeiras.

¹² Até então a emissão destas obrigações era pouco significativa.

¹³ Cf. PEDRO MIGUEL AVELINO BAÇÃO, *Inovação e Aplicações Financeiras em Portugal*, in Estudos do GEMF, n.º 9, Coimbra, Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, 1997, p. 23. Disponível em: < http://gemf.fe.uc.pt/workingpapers/pdf/1997/gemf97_9.pdf>

¹⁴ Um importante impulsionador na organização de emissões de obrigações participantes por parte, essencialmente, de pequenas empresas, foi o Banco Nacional Ultramarino. Cf. RUI ALPALHÃO, *Instrumentos Híbridos de Financiamento e Acesso ao Mercado de acções*, Lisboa, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia, 1994, p. 12.

¹⁵ Pequenas e Médias Empresas

¹⁶ Quadro Comunitário de Apoio.

¹⁷ Programa Operacional da Economia.

¹⁸ Quadro de Referência Estratégico Nacional.

¹⁹ Sobre melhor desenvolvimento relativamente à aplicação histórica das obrigações participantes em Portugal *vide* N Partners Solutions, Unipessoal Lda., *Estudo estratégico para a criação e concepção de mecanismos inovadores para reforço dos capitais próprios e permanentes das PME*, NERSANT, Associação Empresarial, Setembro 2011, pp. 17 e 28-29.

²⁰ Projecto apoiado e co-financiado pela União Europeia, programa QREN e COMPETE, Programa Operacional Factores de Competitividade.

²¹ Disponível em: < <http://www.nersant.pt/conteudos/departamento/10/File/Estudos-Sectoriais-para-o-Ribatejo/Mecanismos-Inovadores.pdf> >

²² O estudo tem como objectivo elaborar uma ficha técnica detalhada de dois mecanismos de financiamento inovadores para reforço dos capitais próprios permanentes das PME, de entre os quais as obrigações participantes, na qualidade de um instrumento viável e alternativo de financiamento de PME a médio / longo prazo, fazendo especialmente sobressair as suas vantagens de financiamento no contexto macro-económico como o actual. O estudo visa assim igualmente permitir à NERSANT estruturar e discutir este instrumento financeiro com as entidades competentes, de forma a que as obrigações em

Objecto do presente trabalho

O obrigacionista, ao participar nos lucros da sociedade emitente, nomeadamente através do juro suplementar cujo montante depende dos lucros realizados pela sociedade devedora, adquire desta forma um “direito” que se aproxima do direito dos accionistas, designadamente os dividendos, que serão distribuídos dos lucros líquidos da empresa.

A obrigação participante tem assim características próprias das obrigações mas igualmente das acções. Pelo que este instrumento adquire a classificação de instrumento financeiro conhecido como instrumento financeiro híbrido. As características, vantagens e problemas, nomeadamente a nível da tributação, nacional e internacional, que coloca este tipo de instrumentos serão melhor analisados *infra* nos pontos 2.1 e 4.1.2.

Coloca-se assim o problema de saber se o juro suplementar não será em substância um lucro distribuído, o qual deverá ser tratado como um dividendo e não como um juro.

Esta reclassificação teria uma importância determinante, designadamente ao nível fiscal. Isto porque, os juros são, regra geral, considerados custos dedutíveis fiscalmente, observados determinados requisitos, tal como veremos *infra* no ponto 4.2.1. A dedutibilidade dos encargos financeiros tem sido a razão principal que explica o recurso por parte das empresas a dívida para se financiarem, apresentando uma forma de planeamento fiscal legítima. E visto que o juro suplementar representaria um custo significativo para a empresa devedora, na medida em que é determinado com base numa percentagem dos lucros que a empresa emitente realiza e aumenta na medida em que aumentam os seus lucros, as obrigações participantes só se afiguram como uma forma de financiamento atractiva se esse encargo for tratado como custo dedutível.

Para o efeito, e tendo em conta que o sistema fiscal português parte da contabilidade, analisaremos o tratamento contabilístico destas obrigações²³. De seguida, veremos qual é o tratamento fiscal que é dado a nível comunitário e internacional à esse tipo de instrumentos.

causa sejam lançadas formalmente a curto prazo no mercado e testar a sua aplicação junto de empresas suas associadas.

²³ Cf. *infra* ponto 3.

Determinada a dedutibilidade fiscal do juro suplementar coloca-se a questão de saber se e até que ponto as empresas podem recorrer às obrigações participantes sem se levantar o problema do planeamento fiscal abusivo, questão que será abordada no ponto 6.

Atento o facto de as empresas não escolherem, regra geral, a sua forma de financiamento apenas com base no tratamento fiscal, propomo-nos avaliar ainda as obrigações participantes do ponto de vista do financiamento, analisando as vantagens e desvantagens com que um gestor se depararia ao optar pelas obrigações com juro suplementar para financiar a empresa que gere²⁴, assumindo que o objectivo prosseguido é a maximização do valor de mercado da empresa, objectivo principal dos gestores na generalidade das empresas.

²⁴ Cf. *infra* ponto 5.

2. Enquadramento

2.1 Instrumentos Financeiros Híbridos

As obrigações participantes têm a maior parte das características das obrigações, não obstante admitirem um rendimento adicional, em virtude de ser dependente dos lucros da empresa emitente, e assim apresentarem uma flexibilidade semelhante à dos capitais próprios.

Estamos assim perante um instrumento financeiro que encerra em si características próprias da dívida (*debt*) e características próprias do capital próprio (*equity*). Por conseguinte, este tipo de instrumento pode ser qualificado como instrumento financeiro híbrido. Uma obrigação participante é um instrumento financeiro híbrido que na literatura estrangeira é qualificado, como “*profit participation debt*”²⁵, no geral, e como “*profit participation bond*” ou “*participation bond*”, em especial.

*“Uma coisa é híbrida quando não é bem uma primeira nem uma segunda coisa, é antes uma terceira coisa que eventualmente até poderá acabar por estar entre a primeira e a segunda, participando de algumas características próprias de cada uma delas”*²⁶.

*“A busca de soluções financeiras óptimas levou à adição à panóplia de títulos à disposição do gestor financeiro de instrumentos ditos híbridos, por combinarem características de acções e de títulos de rendimento fixo. A busca de um instrumento que proporcione a flexibilidade das acções e ofereça os benefícios fiscais da dívida é algo como um Gral financeiro, ferozmente guardado pelas autoridades fiscais”*²⁷.

Na ordem jurídica portuguesa encontramos instrumentos financeiros híbridos tais como as acções preferenciais, sem voto e remíveis, as obrigações convertíveis, as obrigações com warrants, as obrigações com direitos de subscrição de acções, as obrigações participantes, as opções, os *forwards*, os títulos de participação, entre outros.

O fenómeno da inovação financeira tem vindo constantemente a desenvolver novas modalidades de híbridos com opções de vários tipos, indo ao encontro das necessidades

²⁵ Inclui ainda por exemplo os *participating loans*.

²⁶ Cf. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Financiamento das Sociedades por meio de valores mobiliários híbridos: entre as acções e as obrigações*, in I Congresso, Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, Maio 2011, p. 76.

²⁷ Cf. RUI ALPALHÃO, *op. cit.*, p. 7.

dos gestores cada vez mais sofisticados. Alguns destes instrumentos são tão complexos que tem vindo a mostrar-se difícil classificá-los como dívida ou como capital.

Variadas razões estão subjacentes ao fenómeno de desenvolvimento de instrumentos financeiros híbridos, sejam elas razões de gestão e de financiamento, sejam elas razões fiscais.

Do ponto de vista do financiamento e gestão da empresa, entre as vantagens inerentes aos instrumentos financeiros complexos como os híbridos enumeram-se genericamente os seguintes:

1. Permite a diversificação e aumento da base de investidores de uma sociedade, particularmente importante no contexto de mercado difícil como o actual²⁸;
2. Apresentam um risco inferior ao risco inerente às acções ordinárias²⁹ (apesar de superior ao das obrigações clássicas³⁰);
3. Oferecem uma remuneração potencialmente superior (apesar de incerta) à remuneração das obrigações clássicas (não obstante inferior à remuneração potencial do accionista para o mesmo valor de capital investido)³¹;
4. Menor custo do financiamento para a sociedade emitente³²;
5. Permitem contornar o problema quando a empresa atingiu no seu balanço o nível óptimo de dívida³³;
6. Carregam custos de agência inferiores quando comparados com os custos de agência em que incorrem os accionistas³⁴;

²⁸ Vide ORLANDO VOGLER GUINÉ, *op. cit.*, p. 78 e FÁTIMA GOMES, *Obrigações convertíveis em acções*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 1999, p. 30.

²⁹ Cf. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *idem* e GEORGE TANEWSKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *Debt-like vs Equity-like hybrids: The Australian security issuance dilemma*, Australia, Monash University, 2008, p. 8. Disponível em: < <http://www.docstoc.com/docs/48323188/Hybrid-securities-have-characteristics-of-both-debt-and-equity>>

³⁰ Cf. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *idem* e GEORGE TANEWSKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, p. 10.

³¹ Cf. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *idem*, ALFRED STEINHERR, *The new European financial market place*, Longman, 1992, pp. 176-177 e RUI ALPALHÃO, *op. cit.*, p. 8.

³² Cf. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *idem*, FÁTIMA GOMES, *op. cit.*, p. 28, ALFRED STEINHERR, *op. cit.*, p. 176 e FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *Qualification of Hybrid Financial Instruments in Tax Treaties*, Universitat de València, p. 1. Disponível em: <<http://www.ibdt.com.br/material/arquivos/Biblioteca/Francisco%20Alfredo%20Garcia%20Prats.pdf>>

³³ Cf. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *idem*, GEORGE TANEWSKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, pp. 2 e 9-11 e ALFRED STEINHERR, *idem*.

³⁴ Cf. GEORGE TANEWSKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, pp. 13-15.

7. Oferecem maior liquidez³⁵;
8. Permitem uma maior segmentação de mercados³⁶;
9. Possibilitam a diminuição dos custos de uma IPO³⁷;
10. Surge como forma alternativa de financiamento para empresas que não têm activos corpóreos passíveis de serem dados como garantia para um empréstimo bancário ou como alternativa às outras formas de financiamento como o papel comercial ou titularização de créditos que não são facilmente acessíveis à generalidade das empresas;
11. Ajudam mais facilmente as empresas cumprirem exigências regulatórias³⁸ (por exemplo, de capital, tal como o *Tier I* no sector dos bancos³⁹).

Para além das vantagens de gestão subjacentes, a vantagem fiscal surge como uma característica fundamental do financiamento através desse tipo de instrumentos financeiros⁴⁰, especialmente no caso das transacções transfronteiriças⁴¹. O mesmo instrumento híbrido pode ser tratado como juro / distribuição de lucros num Estado e como distribuição de lucros / juro no outro Estado contratante, surgindo assim um conflito de classificação. A classificação do híbrido como dívida ou como capital é crucial do ponto de vista fiscal. Isto porque, por um lado, na ordem jurídica do emitente

³⁵ Cf. RUI ALPALHÃO, *op. cit.*, pp. 7-8, ALFRED STEINHERR, *op. cit.*, p. 170.

³⁶ Cf. RUI ALPALHÃO, *idem*.

³⁷ Cf. RUI ALPALHÃO, *op. cit.*, pp. 4-6.

³⁸ Cf. GEORGE TANEWSKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, p. 2 e FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *idem*.

³⁹ Para mais desenvolvimentos sobre a utilização de híbridos no sector da banca, *vide* ORLANDO VOGLER GUINÉ, *op. cit.*, pp. 79-93 e ANNA PINEDO, *Next Generation Hybrid Securities*, in Thomson/West Legalworks, Vol. 10, n.º 5, Estados Unidos da América, 2006, pp. 1-3,

Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Publication/7d143f9d-5daf-4516-8798-e04af8c96d05/Presentation/PublicationAttachment/c161e4d2-6773-4143-bf0c-e74ce0b9cce3/WSL10.pdf>>

⁴⁰ Cf. ANNA PINEDO, *op. cit.*, pp. 1 e 4, GEORGE TANEWSKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, pp. 3 e 11-13, EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *Taxation of Cross Border Hybrid Finance. A Legal Analysis*, in Discussion papers SFB International Tax Coordination, 27, WU Vienna University of Economics and Business, Vienna, 2007, p. 2. Disponível em: <<http://epub.wu.ac.at/1150/>> e OCDE, *Thin Capitalization*, in Issues in International Taxation, n.º 2, Paris, 1987, pp. 8-16.

⁴¹ Cf. EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *op. cit.*, pp. 2-3, EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *National Tax Policy, the Directives and Hybrid Finance. Options for tax policy in the context of the treatment of Hybrid Financial Instruments in the Parent-Subsidiary Directive and the Interest and Royalties Directive*, Discussion Papers SFB International Tax Coordination, Vienna, WU Vienna University of Economics and Business, 2006, 16, p. 5, JAMES A. DUNCAN, *Tax treatment of hybrid financial instruments in cross-border transactions*, General Report, in IFA, Cahiers de Droit Fiscal International, Vol. LXXXVa, Den Haag, 2000, p. 27 e MARJAANA HELMINEM, *Classification of Cross-Border Payments on Hybrid Instruments*, IBFD Bulletin, 2004, p. 56.

os juros podem ser fiscalmente dedutíveis, e é o que acontece na maior parte dos casos, e, por outro lado, a ordem jurídica do investidor pode classificar o respectivo fluxo como dividendo ou como juro. Assim, no limite⁴², se este último for classificado como dividendo na ordem jurídica do receptor, a utilização do instrumento financeiro híbrido como forma de financiamento pode resultar numa situação de dupla não tributação⁴³.

2.2 Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros: Art. 360.º e segs. do CSC

O regime jurídico das obrigações, no geral, está regulado pelo CSC, nos seus artigos 348.º a 372.º-B, e o respectivo processo de emissão é regulado pelo CVM.

Relativamente às obrigações participantes em particular, e em especial no que concerne às que, além de um juro fixo periódico, oferecem juro suplementar dependente dos lucros, temos que atender ao regime previsto no art. 360.º, alínea a), parte final, do CSC⁴⁴. Este preceito consagra a possibilidade de emissão de obrigações que “*além de conferirem aos seus titulares o direito a um juro fixo, os habitem a um juro suplementar (...) dependente dos lucros realizados pela sociedade*”⁴⁵.

A forma através da qual vai ser determinado o montante do juro suplementar de cada ano é regulada no art. 361.º do CSC, preceito que estabelece nas alíneas a) a d) do n.º 1 vários critérios de relação entre o juro a calcular e o lucro realizado pela sociedade emitente.

Assim, o juro suplementar pode corresponder (i) a uma percentagem fixa do lucro de cada exercício, independentemente do montante deste último e das oscilações que vai

⁴² Especialmente os casos de grupos de empresas. Vide EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *op. cit.*, p. 2.

⁴³ Vide EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *National Tax Policy, the Directives and Hybrid Finance, op. cit.*, p. 5.

⁴⁴ O CSC prevê ainda no art. 360.º, alínea b) o tipo de obrigações participantes que apresenta juros variáveis e dependentes dos lucros realizados. Não oferecem, portanto, juro fixo.

⁴⁵ O modelo de obrigações participantes utilizado nos países da Europa continental diverge do modelo anglo-americano. Neste último, o pagamento do juro é totalmente dependente da existência de lucro social, normalmente no fim de cada exercício financeiro, não surgindo como combinado com a existência de juro fixo. Cf. ANTÓNIO SILVA DIAS, *op. cit.*, p. 73 e PIERRE VAN OMMESLAGHE, *Capital and Securities of Marketable Share Companies*, IECI, vol. XIII, Nijhoff Publishers, Tubingen, 1990, p. 117.

registar durante o período de vida do empréstimo; **(ii)** a uma percentagem fixa, nos termos da alínea anterior, mas somente para a hipótese de o lucro ultrapassar um limiar mínimo pré-determinado na emissão; **(iii)** a qualquer das formas previstas nos critérios anteriores, mas tendo por base uma percentagem variável em função do volume dos lucros produzidos em cada exercício ou dos lucros que vão além do limiar estabelecido na emissão, tal como vimos na alínea ii); **(iv)** a qualquer das hipóteses anteriores, mas imputando-se os lucros a accionistas e obrigacionistas na proporção do valor nominal dos títulos existentes, corrigindo-se ou não essa proporção com base em coeficiente estipulado na emissão. A requerimento da sociedade interessada o Ministro das Finanças pode aprovar outras formas de fixação do juro suplementar em função do lucro realizado (Cf. art. 362.º, n.º 1, alínea e)).

Relativamente aos dois primeiros critérios enunciados *supra*, previstos nas alíneas a) e b) do art. 362.º, n.º1, o legislador estabeleceu o conteúdo mínimo que a deliberação de emissão deverá ter⁴⁶. Assim, a proposta deverá definir, entre outros, os motivos que justificam o quantitativo global da emissão, o valor nominal das obrigações, a taxa de juro, o plano de amortização do empréstimo, a identificação dos subscritores e o número a subscrever por cada um. Estão em causa elementos da emissão que implicam para a sociedade emitente uma limitação ao nível da distribuição de resultados durante a vida do empréstimo. Pelo que se justifica obter uma “permissão” especial por parte dos detentores de capital da sociedade, interessados residuais nos activos líquidos da empresa.

O CSC consagra a possibilidade de os destinatários da emissão poderem ser os próprios accionistas, conforme o art. 362.º, n.º2. Nos termos deste preceito “*a deliberação poderá reservar aos accionistas ou obrigacionistas, total ou parcialmente, as obrigações a emitir.*” O facto de o legislador permitir que os próprios accionistas sejam subscritores deste tipo de obrigações poderá levantar eventualmente questões fiscais, designadamente ao nível do planeamento fiscal, problema que será analisado *infra* no ponto 6.

⁴⁶ Relativamente à aplicação desta exigência de conteúdo mínimo da deliberação de emissão aos restantes critérios de fixação do juro suplementar, *vide* FLORBELA DE ALMEIDA PIRES, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coordenação: António Menezes Cordeiro, Coimbra, Almedina Editora, 2009, pp. 892-893.

Chegados aqui, uma especial atenção deve ser concedida à questão do lucro a considerar na fixação e no apuramento do juro suplementar. Os respectivos critérios estão consagrados no art. 362.º, números 1, 5 e 6.

Antes de mais, cumpre referir que, não obstante o preceito citado fazer expressamente remissão apenas para as alíneas a) e b) do n.º 1, do art. 361.º, consideramos que, salvo melhor opinião, não faz sentido não aplicar essas regras igualmente às alíneas c) e d) do mesmo preceito. Isto porque, os critérios de fixação do juro suplementar enunciados nestas últimas alíneas não são critérios autónomos, mas sim variações em relação aos critérios consagrados nas alíneas a) e b), como vimos *supra*, ou seja continuam a indexar o juro ao lucro da empresa emitente. Pelo que, também para os efeitos previstos nas alíneas c) e d), é imperativo determinar o lucro em função do qual o juro suplementar vai ser determinado⁴⁷.

Quando nos referimos ao lucro da sociedade, estamos a considerar o Resultado Líquido do exercício (lucro contabilístico). Adicionalmente, o CSC impõe, para efeitos de apuramento do juro suplementar, que sejam deduzidos a esse resultado líquido as importâncias a levar à reserva legal ou reservas obrigatórias⁴⁸ e, para além disso, não considerar como custo as amortizações, ajustamentos e provisões efectuadas para além dos limites legalmente admitidos para efeitos do imposto sobre o IRC. A norma visa assim salvaguardar os próprios obrigacionistas, não havendo margem para a diminuição, propositada, por parte da sociedade emitente, do resultado líquido, e, assim, do montante do juro suplementar, através do aumento dos custos por meio do aumento de amortizações, ajustamento e provisões⁴⁹.

No que diz respeito ao exercício económico a considerar, temos que conjugar os números 1 e 5 do Art. 362.º. Mais ainda, temos que distinguir duas situações: 1) caso em que o juro suplementar é distribuído após a deliberação de aprovação de contas e consequente proposta de aplicação de resultados e 2) caso em que o juro suplementar é distribuído no próprio ano de emissão.

⁴⁷ Vide neste sentido FRORBELA DE ALMEIDA PIRES, *op. cit.*, p. 891. e artigos 1.º e 4.º do Decreto-lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto.

⁴⁸ Cf. Art. 33.º, n.º1 do CSC.

⁴⁹ Cf. FRORBELA DE ALMEIDA PIRES, *op. cit.*, p. 891.

Pode ler-se no n.º 1 do art. 362.º a expressão “resultado líquido *do exercício*”, não especificando o mesmo preceito qual é o exercício económico concreto a considerar, isto é, se é do próprio ano em que o juro suplementar é distribuído ou se é do ano anterior. O n.º 5 do art. 362.º vem esclarecer esta questão, nos termos do qual o exercício a considerar é o exercício anterior. Esta é a solução mais razoável, tendo em conta que as contas do exercício, e assim a proposta de aplicação de resultados, são aprovadas na Assembleia Geral anual, reunião que tem lugar no prazo de três meses a contar da data do encerramento do exercício⁵⁰, i.e., já no exercício seguinte, e portanto, o cálculo e pagamento do juro suplementar vão ter lugar, naturalmente, no exercício seguinte ao do exercício cujo lucro vai ser considerado para o efeito.

Relativamente à segunda situação, i.e., quando o juro suplementar é distribuído no próprio ano de emissão, consagra o art. 362.º, n.º 6, que o montante respectivo será apurado com base em critérios para o efeito definidos na emissão.

No art. 364.º encontramos o regime relativo ao pagamento do juro suplementar. Assim, a emissão poderá estabelecer que o pagamento será feito uma vez por ano ou mais vezes e separadamente ou em conjunto com o juro fixo.⁵² Mais ainda, prevê-se que, caso a amortização da obrigação ocorra antes da data de vencimento do juro suplementar, o respectivo titular não vai perder o direito ao juro suplementar, se, claro, a sociedade tiver lucros. A sociedade emitente terá que entregar ao titular da obrigação um documento que lhe permita exercer tal direito na data de vencimento do juro suplementar⁵³.

Por fim, importa referir que o apuramento do juro suplementar vai ser submetido ao parecer de um revisor oficial de contas, de acordo com o art. 362.º, números 2, 3 e 4.

⁵⁰ Ou no prazo de cinco meses a contar da mesma data quando se tratar de sociedades que devam apresentar contas consolidadas ou apliquem o método de equivalência patrimonial.

⁵¹ Cf. Art. 376.º, n.º1 do CSC.

⁵² Cf. Art. 364.º, n.º1 do CSC.

⁵³ Cf. Art. 364.º, n.º1 do CSC.

3. Tratamento Contabilístico

O tratamento contabilístico destas obrigações é um aspecto relevante a considerar, designadamente para efeitos fiscais. Isto porque, no caso português (tal como na maioria das ordens jurídicas), existe uma estreita relação entre a contabilidade e a fiscalidade. Na falta de regras fiscais próprias, acolhe-se o tratamento contabilístico⁵⁴.

Ora, já vimos no ponto 1 que é no pagamento do juro suplementar que a obrigação participante se aproxima das acções, pois adquire a característica de participação nos resultados da empresa. O obrigacionista passa a deter um activo de maior risco. Estando perante um instrumento financeiro híbrido, como devemos contabilizar a obrigação participante? Ou, especificamente, como devemos contabilizar o juro suplementar? Como *interest* (dívida) ou como *distribution* (capital)?

As normas internacionais de contabilidade, designadamente as IAS 32 (Instrumentos financeiros: divulgação e apresentação)⁵⁵ e IAS 39 (Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração)⁵⁶, importadas para o sistema contabilístico nacional^{57 58}^{59 60}, são dois standards contabilísticos mais importantes aplicáveis aos instrumentos financeiros.

O parágrafo 15 do IAS 32 aplica o modelo da substância sobre a forma para a classificação de dívida ou capital. O teste principal consiste em ver se o pagamento está no poder discricionário do emitente. Caso contrário, se o emitente tem a obrigação contratual de pagar, tal pagamento é classificado como obrigação⁶¹.

⁵⁴ Cf. JOÃO RODRIGUES, *Sistema de Normalização Contabilística explicado*, 1ª ed., Porto Editora, 2009, p. 27, RUI DUARTE MORAIS, *Apontamentos ao Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 61-64, MANUEL HENRIQUE DE FREITAS PEREIRA, *Fiscalidade*, 3ªed., Coimbra, Almedina, 2010, pp. 82-88; J. L. SALDANHA SANCHES, *Manual de Direito Fiscal*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 371-383.

⁵⁵ Vide <http://www.cnc.min-financas.pt/sitecnc_IAS2.htm>

⁵⁶ *Idem*

⁵⁷ Através da NCRF (Norma Contabilística e de Relato Financeiro) 27.

⁵⁸ Em Portugal, actualmente, estão em vigor três situações, nomeadamente: (i) IAS/IFRS, obrigatório para empresas cotadas; (ii) IAS/IFRS, optativo, para empresas não cotadas mas com certificação legal de contas; (iii) Sistema de Normalização Contabilística (SNC) para as restantes empresas.

⁵⁹ Para mais desenvolvimentos sobre a NCRF 27 vide JOÃO RODRIGUES, *op. cit.*, pp. 280-288.

⁶⁰ Sobre a aplicação do SNC e normas internacionais contabilísticas em Portugal vide JOÃO RODRIGUES, *op. cit.*, pp.12-29.

⁶¹ Por exemplo, as acções preferenciais.

Os parágrafos 35 e 36 da IAS 32 esclarecem qual o tratamento a dar ao juro do instrumento. É especificado que os juros seguem o tratamento do principal.

A resposta tem importância essencial ao nível do tratamento fiscal do juro, existindo vantagem fiscal para o *investee* se o juro suplementar for dedutível fiscalmente, diminuindo assim o custo do passivo da empresa.

“The treatment of interest, dividends, losses and gains in the income statement follows the classification of the related instrument⁶²”.

Quando falamos de uma obrigação (*bond*), estamos perante um *financial liability* (passivo financeiro), em sentido estrito⁶³, e não perante *equity* (capital). Isto porque, estamos perante um instrumento de dívida com um valor facial, periodicidade para os pagamentos dos juros e amortização da dívida predefinidos⁶⁴, requisitos que devem estar preenchidos para o instrumento poder ser contabilizado como passivo. Consequentemente, os juros de uma obrigação, à partida, deverão ser classificados como *interest*.

Dúvidas poderão surgir relativamente ao juro suplementar dependente dos lucros realizados pela sociedade. Isto porque, relativamente a alguns instrumentos financeiros, e por conseguinte seus juros, dividendos, perdas e/ou ganhos, pode não ser tão linear a classificação como *liability* ou como *equity*. É o caso dos instrumentos financeiros híbridos. *“Not all are either debt or equity. Some, known as compound instrument, contain elements of both in a single contract.”^{65 66}.*

De acordo com as normas internacionais de contabilidade aplicáveis enunciadas, que alguns instrumentos financeiros híbridos devem ser divididos em duas componentes, dívida e capital, cada uma da qual tendo o respectivo tratamento contabilístico adequado. É o chamado método de bifurcação⁶⁷.

⁶² Cf. PricewaterhouseCoopers, *Manual of Accounting, Financial Instruments 2011*, CCH, Wolters Kluwer Business, Reino Unido, 2010, p. 1008.

⁶³ Cf. HERVÉ STOLOWY, MICHEL J. LEBAS, YUAN DING, *Financial Accounting and Reporting. A Global Perspective*, 3ª ed., Reino Unido, South-Western Cengage Learning, 2010, p. 451.

⁶⁴ *Idem*

⁶⁵ Cf. PricewaterhouseCoopers, *op. cit.*, p. 1008.

⁶⁶ *Idem*.

⁶⁷ Preconizado pela IAS 39 para instrumentos financeiros híbridos como obrigações convertíveis.

Será que o mesmo deverá ser feito no que diz respeito às obrigações participantes, dividindo a obrigação e os juros fixos periódicos, por um lado, contabilizados como passivo, e o juro suplementar, por outro, contabilizado como distribuição de lucros?

Ora, o método da bifurcação está previsto para os instrumentos híbridos cuja componente de dívida ou capital contenha a característica de derivado embutido^{68 69}. Segundo a IAS 39 derivado embutido é uma parcela de um instrumento financeiro híbrido que ainda inclui um contrato de base não derivado (com o efeito de que alguns dos fluxos de caixa do instrumento combinado variam de forma semelhante a um derivado autónomo). Um derivado embutido dá origem a que alguns ou todos os fluxos de caixa, que de outra forma seriam exigidos pelo contrato, sejam modificados de acordo com variáveis como taxa de juro especificada, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, entre outras, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica de uma parte do contrato. Um derivado que esteja adstrito a um instrumento financeiro, mas que seja contratualmente transferível independentemente desse instrumento, ou que tenha uma contraparte diferente desse instrumento, não é um derivado embutido, mas um instrumento financeiro separado.

O método da bifurcação está portanto adequado para instrumentos convertíveis ou para os que estão ligados ao valor de outros activos (acção, por exemplo). O instrumento é, deste modo, dividido em duas componentes:

- a) O contrato subjacente, activo ou passivo financeiro que tem as características de um instrumento financeiro clássico;
- b) Um “derivado embutido”, que será:
 - i) em caso de convertíveis, a opção de conversão do instrumento em acção, ou
 - ii) em caso de instrumento dependente do valor de outro activo, um “contrato de diferenças” em que o montante a pagar pelo resgate

⁶⁸ V. <<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/cfmmanual/CFM16625.htm>> e <http://www.cnc.min-financas.pt/sitecnc_IAS2.htm>.

⁶⁹ Cf. PricewaterhouseCoopers, *op. cit.*, p. 1008.

estará dependente do aumento percentual ou queda no valor dos ativos especificados durante a vida útil do título.

No caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros não existe derivado embutido com as características *supra* mencionadas. Pelo que, concluímos que a contabilização através do método da bifurcação não abrange as obrigações participantes objecto de análise do presente trabalho.

Ademais, somos da opinião que não se poderia ir mais longe e exigir a aplicação, tal como defendido em alguma literatura estrangeira⁷⁰, do método da bifurcação para todos os instrumentos financeiros híbridos. No caso das obrigações objecto de análise do presente trabalho, é verdade que o juro suplementar, através da característica inerente, aproxima-se das acções. No entanto, os elementos próprios das acções que encontramos nas obrigações participantes, e em especial no próprio juro suplementar, não têm um peso suficiente para classificar este último como distribuição de resultados (*equity*). Ora, em termos comparativos, o que acontece no caso das obrigações convertíveis é que até ao momento da conversão⁷¹ os juros pagos são contabilizados como dívida, no entanto, para além dos juros, existe uma parcela da obrigação que se justifica efectivamente contabilizar como *equity*, que é a opção de conversão (*call option*), em virtude de essa parcela permitir ao titular da opção adquirir efectivamente os direitos inerentes à detenção de acções⁷² tornando-se também detentor do capital da empresa emitente. Pelo contrário, no caso das obrigações participantes, o respectivo titular nunca surge, por via de detenção de obrigações participantes, na qualidade de detentor (potencial ou efectivo) do capital da sociedade emitente. O titular do juro suplementar, não obstante de alguma forma participar nos lucros da empresa, tem sempre a qualidade de obrigacionista.

Ademais, temos que atender aos princípios contabilísticos consagrados. Segundo o princípio da representação fidedigna da informação contabilística⁷³, e em especial do princípio da substância sobre a forma, a informação deverá reflectir a substância

⁷⁰ Cf. RICHARD WOOD, *The taxation of Hybrid Financial Arrangement*, reimp., in Canadian Tax Journal / Revue Fiscale Canadienne, 49-80, Vol. 47.º, n.º 1, 1999, pp. 77-86. Disponível em: <<http://www.treasury.gov.au/documents/196/PDF/round6.pdf>>.

⁷¹ A partir do qual já não estaremos perante um híbrido, visto o obrigacionista tornar-se um verdadeiro detentor de capital.

⁷² Para mais desenvolvimentos *vide* FÁTIMA GOMES, *op. cit.*, pp. 15, 21-24 e 28-29.

⁷³ Cf. HERVÉ STOLOWY, MICHEL J. LEBAS, YUAN DING, *op. cit.*, pp. 29, 132-133 e 136-138, e PricewaterhouseCoopers, *op. cit.*, p.1007.

económica das transacções. E em substância, o juro suplementar continua a ser um juro, apesar de indexado aos lucros. O juro suplementar deverá ser considerado dívida da empresa emitente. Isto porque, apesar de estar dependente dos lucros a realizar pela empresa emitente, continuamos a verificar nele a característica essencial da dívida em relação ao capital, que é a obrigação de pagar o juro por parte da sociedade emitente. A sociedade, realizando efectivamente lucro, e dentro dos critérios pré-definidos de relação entre o juro e o lucro que enunciámos *supra* no ponto 2.2, não tem a possibilidade de deliberar se paga o juro suplementar ou não, tendo a obrigação de o fazer.

*“An instrument is debt when the issuer is or can be required to deliver either cash or another financial asset to the holder. This is the critical feature that distinguishes debt from equity.”*⁷⁴ Este critério de contabilização é igualmente defendido pelo autor João Rodrigues ⁷⁵ *“se o controlo sobre a decisão de restituição das prestações complementares for da entidade, essas prestações são capital próprio. Quando esse controlo está do lado do sócio ou accionista, estes a qualquer momento, podem exigir a restituição das prestações – assim, essas prestações são passivo da entidade.”*

Ora, não existe obstáculo à aplicação do mesmo critério às obrigações com juro suplementar, pelo que, não sendo da sociedade emitente da obrigação participante o controlo sobre a decisão de pagamento do juro suplementar, deverá este último ser qualificado como passivo⁷⁶.

Em relação ao juro suplementar, o mesmo deverá ser contabilizado no ano *n-1*, na conta (SNC) 281 (Diferimentos) – Gastos a reconhecer. Isto porque, apesar de ser referente ao exercício económico *n-1*, vai ser pago apenas no exercício económico seguinte, tendo em conta que o montante a pagar apenas é conhecido com a aprovação de contas, a realizar no exercício económico *n*. Vai ser contabilizado apenas uma estimativa. Se a estimativa não for igual ao montante do juro efectivamente pago, deve ser feita, no exercício seguinte, a regularização, sendo lançado nas contas o respectivo gasto, ou rendimento, consoante a estimativa seja menor do que o montante pago, ou maior, respectivamente.

⁷⁴ Cf. PricewaterhouseCoopers, *idem*.

⁷⁵ Cf. JOÃO FRODRIGUES, *op. cit.*, p. 714.

⁷⁶ Conta SNC 6918 (Gastos e Perdas de Financiamento – Juros Suportados – Outros Juros).

4. Tratamento Fiscal

4.1 Enquadramento

4.1.1 Tributação dos juros das obrigações clássicas na esfera jurídica do beneficiário⁷⁷

Consideram-se rendimentos das obrigações os juros, os prémios de amortização ou de reembolso, entre outras formas de remuneração de obrigações. Os respectivos rendimentos são classificados pela lei fiscal portuguesa como rendimentos de capitais⁷⁸.

Os juros ficam sujeitos à tributação desde o momento do seu vencimento, conforme art. 7.º, n.º 3, alínea a), subalínea 1) do CIRS.

Os juros das obrigações cujos titulares sejam pessoas singulares residentes são tributados em IRS através de retenção na fonte, à taxa liberatória de 21,5%, de acordo com o art. 71.º, n.º 3, alínea b) do CIRS⁷⁹.

Os juros das obrigações cujos titulares sejam pessoas singulares não residentes são tributados em IRS através de retenção na fonte, a título definitivo, à taxa liberatória de 21,5%, segundo o art. 22.º, n.º 3 e art. 71.º, n.ºs 1 e 3, alínea b), ambos do CIRS.

Caso os respectivos titulares sejam pessoas colectivas, os juros são tributados em sede de IRC. Se os respectivos titulares tiverem a sede ou direcção efectiva em território português ou quando, não sendo residentes, disponham de estabelecimento estável em território português, os juros recebidos são tributados por retenção na fonte⁸⁰, caso não sejam aplicáveis benefícios fiscais ou outras limitações⁸¹, à taxa de 21,5% e, além disso, regra geral, os juros recebidos, entram no cálculo da matéria colectável da sociedade titular da obrigação.

⁷⁷ Vide também ANTÓNIO SILVA DIAS, *op. cit.*, pp. 289-295.

⁷⁸ Cf. Art. 5.º, n.º 1, alínea c) do CIRS.

⁷⁹ O sujeito passivo pode optar pelo englobamento dos rendimentos, caso em que a retenção na fonte tem natureza de pagamento por conta do imposto a final (art. 22.º, n.º 3 e art. 71.º, n.ºs 6, alínea a) e 7, ambos do CIRS).

⁸⁰ Cf. Artigos 3.º, 4.º, 20.º, 87.º e 101.º do CIRC.

⁸¹ Não existe obrigação de efectuar a retenção na fonte no caso de juros pagos a instituições financeiras, residentes no território português, sujeitas, em relação aos mesmos, a IRC, embora dele isentas, conforme o art. 94.º, n.º 1, alínea a) do CIRC.

Caso os titulares obrigacionistas sejam não residentes, existem formas que permitem reduzir a taxa de 21,5% de retenção na fonte ou isentar os juros pagos de retenção na fonte, nomeadamente através da Directiva relativa a um regime fiscal comum aplicável aos pagamentos de juros e royalties⁸² e das Convenções de Dupla Tributação (CDT's)⁸³.

A Directiva dos Juros e Royalties, aplicável apenas às sociedades associadas, residentes em dois Estados-membros diferentes, que preencham os requisitos consagrados nos seus artigos 1.º e 3.º, isenta de imposto, quer mediante retenção na fonte, quer mediante liquidação, os pagamentos de juros entre sociedades associadas de Estados-membros diferentes⁸⁴.

Não sendo possível obter o benefício por meio da aplicação da Directiva, em virtude de não estarem preenchidos os requisitos necessários, é ainda possível eliminar ou reduzir a taxa de retenção na fonte por meio das CDT's. As CDT's celebradas por Portugal actualmente existentes conseguem reduzir a taxa de retenção na fonte dos juros pagos até ao máximo de 15% e mínimo de 5%⁸⁵.

4.1.2 Tributação dos instrumentos financeiros híbridos

A tributação dos instrumentos financeiros híbridos é um assunto particularmente sensível quando estamos a lidar com transacções *cross-border*, conforme mencionamos *supra* no ponto 2.1. Isto porque, em virtude da dificuldade inerente a este tipo de instrumentos de classificar o respectivo rendimento derivado, este último poderá ser classificado como distribuição de lucros num Estado, e como juro noutra Estado.

⁸² Directiva 2003/49/CE do Conselho de 3 de Junho de 2003 relativa a um regime fiscal comum aplicável aos pagamentos de juros e royalties efectuados entre sociedades associadas de Estados-membros diferentes, conhecida como Directiva dos Juros e Royalties.

⁸³ Convenções para evitar a dupla tributação. São acordos celebrados entre dois Estados com vista a eliminarem ou diminuírem a dupla tributação.

⁸⁴ Cf. Art. 1.º, n.º 1.

⁸⁵ V. <

http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/convencoes_evitar_dupla_tributacao/convencoes_tabelas_doclib/>

Não definindo a lei fiscal os conceitos de “dívida” e “capital”⁸⁶, deve-se atender aos direitos legais e obrigações criados pelo instrumento, de modo a identificar a sua forma legal. A distinção legal é normalmente seguida pela contabilidade e pelas autoridades fiscais. Não obstante, existem excepções. Nomeadamente, o instrumento pode ser classificado, para efeitos fiscais, de acordo com a sua natureza verdadeira⁸⁷ desconsiderando-se a figura jurídica utilizada pelos contribuintes e tributar de acordo com a realidade económica subjacente e, outra medida, serem estabelecidas regras reclassificatórias^{88 89}.

Ademais, na literatura estrangeira têm vindo a ser propostos e discutidos vários métodos alternativos de tributação⁹⁰ dos instrumentos financeiros híbridos, os métodos “*integration method*”, actualmente aplicável na generalidade dos países e para grande parte dos instrumentos financeiros híbridos e concretizável por meio de três tipos de abordagens, e “*bifurcation method*”, aplicável, de acordo com a IAS 39, para alguns instrumentos financeiros híbridos, nos termos enunciados *supra* no ponto 3.

O pagamento de juros e a distribuição de resultados entre sociedades de Estados diferentes são igualmente passíveis de beneficiar da aplicação de Convenções de Dupla Tributação, bem como da aplicação das Directivas, nomeadamente a relativa ao regime fiscal comum aplicável às sociedades-mães e sociedades afiliadas de Estados-membros

⁸⁶ E não devia definir. Como ensina J. L. SALDANHA SANCHES a propósito da utilização de conceitos menos precisos e rigorosos utilizados na área do Direito Civil “*No Direito Fiscal tende-se, pelo contrário, para o recurso a meros tipos suficientemente amplos para que a sua aplicação não possa conduzir a resultados inversos àqueles que devem ser pretendidos pelo legislador. Criou-se um movimento de emancipação face ao Direito Civil, aceitando formas específicas para a construção da previsão normativa no campo fiscal.*” (Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Manual, op. cit.*, pp. 138-141) e a propósito do princípio da tipicidade fechada na formulação da previsão normativa fiscal “*Uma aplicação efectiva deste princípio no Direito Fiscal exigiria mudanças constantes na lei fiscal, com o legislador a procurar perpetuamente, e sem nunca o conseguir, acompanhar as evoluções formais e materiais dos negócios jurídicos (...) ou em alternativa, levaria a uma aceitação resignada, por parte do legislador fiscal, de uma não aplicação da lei pelo recurso sistemático a construções negociais que impediriam a sua vigência efectiva; muitos contratos seriam construídos ao lado e de forma dos “tipos legais”*” (Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os limites do Planeamento Fiscal, Substância e Forma no Direito Fiscal Português, Comunitário e Internacional*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, pp. 40-41)

⁸⁷ Exemplo do Reino Unido, Portugal (Art. 63.º, n.º 2 do CPPT).

⁸⁸ Exemplos como Canada e Áustria, onde existem provisões específicas no que diz respeito às acções preferenciais e obrigações convertíveis; Reino Unido que prevê a possibilidade de reclassificação de dívida em *quasi-capital*; EUA, onde as autoridades fiscais nacionais emitiram aviso que estabelece um conjunto de regras que visam fazer frente a um instrumento que é desenhado para ser tratado como dívida para efeitos fiscais, mas como capital perante as agências de *rating* e regulação e contabilidade.

⁸⁹ Cf. Comité dos Assuntos Fiscais, *op. cit.*, pp. 15-16.

⁹⁰ Cf. RICHARD WOOD, *op. cit.*, pp. 73-87.

diferentes⁹¹, e a Directiva do Juros e Royalties, caso as respectivas sociedades preencham os requisitos estipulados nos seus, respectivamente, artigo 3.^o⁹².

4.2 Tributação das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros

4.2.1 Dedução dos juros pela empresa emitente

Regra Geral, em Portugal, os juros pagos devidos pelo financiamento obtido são fiscalmente dedutíveis. Isto porque, consideram-se gastos, e por conseguinte dedutíveis fiscalmente, os que “*comprovadamente sejam indispensáveis para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora*”, conforme o art. 23.º, n.º 1 do CIRC.

Não obstante, existem algumas limitações à regra geral⁹³. Entre essas limitações não está consagrada nenhuma especificamente dirigida aos juros pagos em resultado de financiamento por meio de instrumentos financeiros híbridos. Não existe em Portugal, a semelhança de outras ordens jurídicas, conforme exemplificado *infra*, regra reclassificatória, i.e., que obrigasse a desconsiderar esses juros para efeitos fiscais, ou seja, apesar de esses juros serem gastos indispensáveis para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora, que não permitisse que fossem dedutíveis fiscalmente ou que exigisse que esses juros fossem tratados como distribuição de lucros, sujeitos ao respectivo regime fiscal.

Tal como enunciámos *supra*, existem países que consagram a possibilidade de reclassificar os juros pagos⁹⁴. Entre esses países contam-se os seguintes:

⁹¹ Directiva 90/435/CEE, revogada em 2011 pela Directiva 2011/96/EU do Conselho de 30 de Novembro de 2011.

⁹² Para mais desenvolvimentos *vide* JAKOB BUNDGAARD, *Classification and Treatment of Hybrid Financial Instruments and Income Derived Therefrom under EU Corporate Tax Directives – Part I*, in *European Taxation* 11/2010, Outubro 2010, pp. 442-456 e EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *National Tax Policy, the Directives and Hybrid Finance*, *op. cit.*, pp. 20-26.

⁹³ Vide artigos 45.º, n.º 1, alínea j), 23.º, n.º 3, 63.º, 65.º, n.º 1, todos do CIRC e 32.º, n.º 2 e 3 do EBF.

⁹⁴ Não necessariamente resultantes de financiamento por meio de híbridos.

- Áustria – Os pagamentos dos juros a entidades relacionadas podem ser classificadas como dividendos escondidos se não for respeitado o princípio da não concorrência⁹⁵ ou se a dívida subjacente for classificada como capital escondido⁹⁶.
- Irlanda – Em determinadas circunstâncias os juros pagos são tratados como distribuição de lucros⁹⁷.
- Bulgária – Não será permitido deduzir os juros pagos se estiverem preenchidos os requisitos da classificação de distribuição de lucros escondida. Nomeadamente, se tiverem preenchidos pelo menos 3 dos seguintes elementos: (i) o montante do empréstimo excede o capital (do Balanço de 31 de Dezembro do ano anterior) da empresa credora; (ii) nenhum pedido de reembolso é expressamente estabelecido no contrato de empréstimo; (iii) o pagamento do principal ou do juro é dependente dos lucros da sociedade credora; (iv) o pagamento do empréstimo é condicionado pela satisfação de outros credores ou pagamento dos dividendos⁹⁸.
- Dinamarca – Consagra uma regra de protecção proibindo a dedução de juros pagos por uma empresa dinamarquesa quando resultantes de financiamento por meio de instrumento financeiro híbrido quando o instrumento for tratado como dívida na Dinamarca, mas como capital no país de residência do respectivo credor⁹⁹. Neste caso, o híbrido é reclassificado, passando a ser tratado como capital na Dinamarca e os juros pagos considerados distribuição de lucros. Assim, a classificação dinamarquesa de instrumentos financeiros híbridos, para efeitos fiscais, depende da classificação estrangeira do mesmo instrumento. Não obstante, esta regra reclassificatória é aplicável apenas no caso de o credor estrangeiro tiver uma determinada participação na empresa dinamarquesa ou se os dois forem partes relacionadas.^{100 101}

⁹⁵ Conhecido como *arm's length principle*.

⁹⁶ Cf. SABINE BERNEGGER, *Comparative Survey, Financing: A Global Survey of Thin Capitalization and Transfer Pricing Rules in 35 Selected Countries*, in *International Transfer Pricing Journal*, IBFD, Vol. 15, n.º 6, 2008, p. 288.

⁹⁷ Cf. DAVID CARAHER, *Comparative Survey, op. cit.*, p. 318.

⁹⁸ Cf. HENRIK LUND e CARINA MARIE KORSGAARD, *Comparative Survey, op. cit.*, p. 293.

⁹⁹ Cf. NIKOLAJ BJORNHOLM e INGER TOFT THIERSEN, *Denmark, New Danish Limitations on Interest Deductions*, *European Taxation*, Dezembro 2007, IBFD, p. 592.

¹⁰⁰ A regra é aplicável aos juros realizados após 13 de Dezembro de 2006.

Em Portugal, não existem regras fiscais próprias no que concerne, em especial, às obrigações participantes. E tal como vimos *supra* no ponto 3, existe uma estreita relação entre a contabilidade e a fiscalidade. Na falta de regras fiscais próprias, acolhe-se o tratamento contabilístico. Assim, não existindo regra re-classificatória, o juro suplementar destas obrigações não recebe tratamento fiscal diferente do dos juros periódicos das obrigações, sendo tratado como passivo e considerado encargo financeiro dedutível, se respeitar o condicionalismo previsto no art. 23.º do CIRC.

4.2.2 Directiva dos Juros e Royalties e Convenções de Dupla Tributação

Vimos *supra* que, nas transacções comunitárias e por aplicação da Directiva dos Juros e Royalties, é possível reduzir a taxa da retenção na fonte com o pagamento de juros. Vimos também que a Directiva aplica-se apenas aos pagamentos de juros efectuados entre sociedades associadas de Estados-membros diferentes, preenchidos os requisitos consagrados no Art. 3º da Directiva.

No que diz respeito aos instrumentos financeiros híbridos, é genericamente aceite a aplicação da Directiva aos pagamentos de juros resultantes de financiamento por meio de instrumentos financeiros híbridos^{102 103}.

De facto, a Directiva não diz expressamente a que tipo de instrumentos financeiros se aplica. Não obstante, consagra, no seu art. 2.º, alínea a), uma definição de juros muito abrangente, considerando-se como tais “os rendimentos de créditos de qualquer natureza, garantidos ou não por hipoteca, e *que confirmam ou não o direito à*

¹⁰¹ A regra aplica-se igualmente aos juros pagos a estabelecimento estável, localizado na Dinamarca, de empresa estrangeira, mas apenas no caso de esta última ter uma determinada participação no capital da empresa dinamarquesa ou se as duas tiverem contas consolidadas.

¹⁰² Cf. JAKOB BUNDGAARD, *op. cit.*, pp. 442-456 e EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *National Tax Policy, op. cit.*, pp. 20-25, MARJAANA HELMINEM, *op. cit.*, p. 60, MARJAANA HELMINEM, *The Dividend Concept in International Tax Law*, The Hague, 1999, p. 266 e MARCELLO DISTASO e RAFFAELE RUSSO, *The EC Interest and Royalties Directive – A Comment, in European Taxation 4*, 2004, p. 149.

¹⁰³ Atenda-se ao objectivo da Directiva, designadamente a eliminação da dupla tributação no pagamento de juros. A Directiva pretende que as transacções entre sociedades de Estados-membros diferentes estejam sujeitas às mesmas condições (ou não menos favoráveis) que se aplicam às mesmas transacções quando efectuadas entre sociedades do mesmo Estado-membro, independentemente dos meios de financiamento utilizados.

*participação nos lucros de devedor*¹⁰⁴, e em particular os rendimentos de títulos e de obrigações que gozem ou não de garantia especial, incluindo os prémios e lotes associados a esses títulos e obrigações”^{105 106}.

Pelo exposto, os juros pagos por uma empresa portuguesa a uma associada residente num outro Estado-membro e resultantes de financiamento por meio de obrigações participantes, e em especial o juro suplementar cujo pagamento e montante depende dos lucros a realizar pela sociedade emitente, estão abrangidos pela Directiva.

Por outro lado, não obstante, a própria Directiva, no seu art.º 4.º, permite aos Estados-membros proibir a aplicação da Directiva no caso de pagamentos, entre outros casos¹⁰⁷, “*de créditos que confirmam o direito a participar nos lucros do devedor*¹⁰⁸”, sendo esse o caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros¹⁰⁹. Contudo, não consagrando a lei fiscal portuguesa a proibição do benefício da aplicação da Directiva, conforme enunciado *supra*, cumpre concluir que nos pagamentos de juros resultantes de obrigações participantes efectuados entre empresa portuguesa e sua associada residente num outro Estado-membro será aplicada a Directiva. Pelo que, a retenção na fonte no pagamento dos juros dessas obrigações (até 2013) será feita à uma taxa de 5%. Após o ano de 2013 esse pagamento estará isento de imposto¹¹⁰.

Por sua vez, as CDT são celebradas, tendo por base a Convenção Modelo de OCDE¹¹¹¹¹², que acolhem, no geral, a definição de juros consagrada no seu artigo 11.º, semelhante à adoptada pela Directiva dos Juros e Royalties: “*rendimentos de créditos de qualquer natureza com ou sem garantia hipotecária e com direito ou não a participar nos lucros do devedor, e, nomeadamente os rendimentos da dívida pública e*

¹⁰⁴ Sublinhado nosso.

¹⁰⁵ Estão assim abrangidas por exemplo as obrigações participantes e os empréstimos com participação nos lucros (conhecidos internacionalmente como *profit participating loan*).

¹⁰⁶ Esta definição é igual à consagrada no artigo 11.º da Convenção Modelo da OCDE.

¹⁰⁷ Aplicáveis principalmente aos instrumentos financeiros híbridos.

¹⁰⁸ Art. 4.º, n.º 1, alínea b) da Directiva Juros e Royalties.

¹⁰⁹ Cf. JAKOB BUNDGAARD, *op. cit.*, pp. 444-446 e EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *National Tax Policy, op. cit.*, pp. 23-25 e MARCELLO DISTASO e RAFFAELE RUSSO, *op. cit.*, p. 150.

¹¹⁰ Art. 6.º, n.º 1 da Directiva Juros e Royalties.

¹¹¹ Vide <http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/479C17F1-84B8-45F8-8056-3B300425BAD/0/CDT_Modelo_OCDE.pdf>.

¹¹² A Convenção modelo foi actualizada em Julho de 2010. Disponível em: <http://www.oecd.org/document/37/0,3746,en_2649_33747_1913957_1_1_1_1,00.html>

*de obrigações de empréstimos, incluindo prémios atinentes a esses títulos. Para efeitos deste artigo, não se consideram juros as penalidade por pagamento tardio*¹¹³.

Ora, e no que concerne às obrigações participantes, nos termos do parágrafo 19 dos comentários ao artigo 11.º da Convenção Modelo de OCDE, os juros pagos não devem normalmente ser tratados como distribuição de lucros (dividendos), mas sim como juros: *“interest on participating bonds should not normally be considered as a dividend (...) However, the interest on such bonds should be considered as a dividend if the loan effectively shares the risks run by the debtor company”*¹¹⁴. Nos termos do mesmo parágrafo esta última parte deverá ser conjugada com o parágrafo 25 dos comentários ao artigo 10.º da Convenção Modelo de OCDE, no sentido de considerar, nos termos do artigo 10.º, número 3 da Convenção Modelo OCDE, como dividendos os juros sobre as obrigações caso o empréstimo partilhar com efeito os riscos incorridos pelas sociedades mutuárias.

Por sua vez, ao abrigo do artigo 10.º, número 3 deve entender-se que o empréstimo partilha com efeito os riscos incorridos pelas sociedades mutuárias, quando (i) o credor vai participar em qualquer tipo de lucros da empresa emitente; (ii) o reembolso do empréstimo é subordinado a outros tipos de credores ou a pagamento de dividendos; (iii) o nível ou o reembolso dos juros vai depender dos lucros da empresa; ou (iv) o contrato de empréstimo não define o prazo de maturidade do empréstimo.

Ora, nas obrigações com juro suplementar dependendo sempre o nível do juro suplementar dos lucros realizados pela empresa emitente e participando deste modo o obrigacionista nos lucros da sociedade, parece que, à primeira vista, ao abrigo do artigo 10.º, número 3 da Convenção Modelo de OCDE, os juros das obrigações deveriam ser classificados como dividendos.

Não obstante, somos da opinião que não é este o entendimento que deverá ser retirado da conjugação dos parágrafos 19 e 25 dos comentários ao artigo 11.º e 10.º respectivamente.

¹¹³ Sublinhado nosso.

¹¹⁴ Sublinhado nosso.

Em primeiro lugar, seria esvaziar de sentido o próprio parágrafo 19 dos comentários ao artigo 11.º, ou mais precisamente a menção expressa aos juros provenientes de obrigações com direito a participação nos lucros.

Por outro lado, e tal como ensinam FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS¹¹⁵ e KLAUS VOGEL¹¹⁶, devemos atender ao conceito de dividendo consagrado no artigo 10.º da Convenção Modelo de OCDE¹¹⁷. Este preceito determina três tipos de rendimentos que deveriam ser tratados como dividendos¹¹⁸, nomeadamente (1) os exemplos que o próprio artigo enumera¹¹⁹, (2) *outros direitos, com excepção dos créditos, que permitam participar nos lucros*¹²⁰ e (3) rendimentos derivados de *outras partes sociais*¹²¹ sujeitos ao mesmo regime fiscal que os rendimentos de acções pela legislação do Estado de que é residente a sociedade que os distribui.

Em relação à referência a “*outras partes sociais*”, como observa FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS “*The reference to ‘other corporate rights’¹²², has been interpreted as meaning that in any case dividend income requires the presence of a corporate right generating the income in any case*”¹²³.

No mesmo sentido KLAUS VOGEL “*The first conclusion to be drawn therefrom is that only such items of income can be considered ‘dividends’ as arise from ‘corporate rights’.*”¹²⁴

É nossa opinião que este entendimento é o mais correcto, atento o facto de que o próprio preceito, ao classificar como dividendos *outros direitos que permitam participar nos lucros*, exclui expressamente aqueles que derivam de créditos¹²⁵. Como conclui KLAUS

¹¹⁵ FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *op. cit.*, p. 10.

¹¹⁶ KLAUS VOGEL, *On double taxation conventions, A commentary to the OECD-, UN- and US Model Conventions for the Avoidance of Double Taxation on Income and Capital With particular reference to German Treaty practice*, 3ª ed., Reino Unido, Kluwer law international, 1996, p. 649 e 729.

¹¹⁷ O artigo 10.º consagra três tipos de rendimentos que deveriam ser tratados como dividendos

¹¹⁸ Para efeitos das convenções celebradas.

¹¹⁹ Acções, acções ou bónus de fruição, partes de minas, partes de fundador ou outros direitos.

¹²⁰ Sublinhado nosso.

¹²¹ Sublinhado nosso.

¹²² “*The commentary provides a guideline on the consideration of a corporate right, as a ‘right to benefit from a possible increase in the value of the company’s assets as remuneration for sharing the risk taken by the enterprise’*” (Cf. FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *idem.*)

¹²³ FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *idem.*

¹²⁴ KLAUS VOGEL, *op. cit.*, p. 649.

¹²⁵ Vide ainda KLAUS VOGEL, *op. cit.*, p. 655.

VOGEL “*The next conclusion to be gleaned from the set-up of the definition is that even those items of income that are specified by examples in the first part can be considered dividends only if they arise from ‘rights’ and not so if they arise from ‘debt-claims’ participating in profits.*”¹²⁶

Pelo que, derivando os juros das obrigações participantes, inclusive o juro suplementar, de crédito e não possuindo os obrigacionistas nenhuma *corporate right* na sociedade emitente, esses juros serão classificados, para efeitos das convenções de dupla tributação celebradas ao abrigo da Convenção Modelo de OCDE, como juros e não dividendos.

Tudo exposto, cumpre verificar que, em princípio, este instrumento financeiro híbrido, não terá a vantagem fiscal conseguida por outros instrumentos híbridos, sendo o juro suplementar tratado como juro nos dois Estados contratantes, não se vislumbrando a possibilidade de se conseguir, por meio deste financiamento, a situação de dupla não tributação¹²⁷.

¹²⁶ Cf. KLAUS VOGEL, *op. cit.*, p. 649.

¹²⁷ Cf. EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *Taxation of Cross border Hybrid Finance*, *op. cit.*, pp. 7, 15 e 22.

5. Perspectiva financiamento de sociedades

Neste capítulo propomo-nos avaliar as vantagens e desvantagens do ponto de vista financeiro de uma empresa endividar-se por meio de obrigações participantes.

Os gestores devem procurar, nas suas decisões de investimento e de financiamento da empresa, maximizar o valor de mercado desta última¹²⁸, maximizando o valor accionista (*shareholder value*)¹²⁹. Vamos, por conseguinte, averiguar nesta parte do trabalho se o financiamento através deste tipo de obrigações cumpre esse propósito. Mais ainda, vamos analisar se estes instrumentos financeiros oferecem vantagens relativas significantes. E, por fim, analisaremos a que tipo de sociedades será mais adequado aconselhar o financiamento por meio de obrigações com juro suplementar.

Antes de mais, vejamos alguns exemplos¹³⁰ de financiamento por meio de obrigações com juro suplementar, tendo por base alguns critérios que o legislador estabeleceu para a definição do montante do juro suplementar (Cf. Art. 361.º, n.º 1, a) e b) CSC).

Exemplo 1 – O juro suplementar corresponde a 20% do Resultado Líquido (RL):

	Dez.'12	Mar.'12 *4	Dez.'13	Mar.'13	Dez.'14	Mar.'14	Dez.'15	Mar.'15	Dez.'16	Mar.'16
EBIT	1.000.000	1.000.000	500.000	500.000	200.000	200.000	-50.000	-50.000	-100.000	-100.000
Juros	3.500 *2	152.975 *5	3.500	77.975	3.500	32.975	3.500	3.500	3.500	3.500
RAI	996.500	847.025	496.500	422.025	196.500	164.025	-53.500	-53.500	-103.500	-103.500
IRC (25%)	249.125	211.756	124.125	105.506	49.125	41.756	-13.375	-13.375	-25.875	-25.875
RL *1	747.375	635.269	372.375	316.519	147.375	125.269	-40.125	-40.125	-77.625	-77.625
Juro Supl.	149.475 *3		74.475		29.475		0 *6		0	

*1 – Lucro considerado para efeitos de cálculo do montante do juro suplementar (Cf. Art. 360.º e 361.º do CSC); *2 – Juro periódico à taxa de 3,5%; *3 – juro suplementar igual a 20% do RL apurado em 31 de

¹²⁸ Aceite como objectivo principal na generalidade das empresas. Cf. RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ª ed., Nova York, McGraw-Hill Irwin, 2007, pp. 6-8, EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *Fundamentals of Financial Management*, 12ª ed., Reino Unido, South-Western Cengage Learning, 2009, pp. 8-10 e JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, p. 2.

¹²⁹ Em última análise, são os accionistas quem votam a favor ou contra as decisões tomadas pelos gestores, pelo que, no que diz respeito especificamente à decisão de financiamento, a estrutura de capital, i.e., financiamento da sociedade, deverá ser uma estrutura, como é designada, óptima de capital, i.e., a que maximiza o preço por acção.

¹³⁰ Para simplificar, consideramos que o EBIT (Resultados operacionais) é igual nos 5 anos e que a empresa não tem encargos com depreciações, amortizações e provisões.

Dezembro; *4 – contas aprovadas em Março na Assembleia Geral; *5 – o total dos encargos suportados com este financiamento, incluindo assim o juro periódico de 3.500,00 € e o juro suplementar, apurado com a aprovação das contas, no valor de 149.475,00 €; *6 – sendo o RL negativo, a empresa AB não tem que suportar pagamento de juro suplementar.

No primeiro exemplo consideramos que uma empresa, empresa AB, endividou-se por meio de emissão de obrigações com juro suplementar. AB emitiu obrigações com um valor facial de 100.000,00¹³¹ €, prazo de maturidade de 5 anos¹³², com juro periódico pago anualmente à taxa de 3,5%¹³³ e juro suplementar de 20% do RL, conforme art. 361.º, n.º 1, a) do CSC.

AB terá que pagar juro suplementar sempre que apresentar RL do exercício positivo, independentemente do valor. Assim, como nos exercícios de 2015 e 2016, o RL é negativo, a empresa terá apenas que suportar o juro periódico.

Exemplo 2 – O juro suplementar corresponde a 20% do RL que ultrapasse 200.000,00 €:

	Dez.'12	Mar.'12	Dez.'13	Mar.'13	Dez.'14	Mar.'14	Dez.'15	Mar.'15	Dez.'16	Mar.'16
EBIT	1.000.000	1.000.000	500.000	500.000	200.000	200.000	100.000	100.000	50.000	50.000
Juros	3.500	112.975	3.500	37.975	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
RAI	996.500	887.025	496.500	462.025	196.500	196.500	96.500	96.500	46.500	46.500
IRC (25%)	249.125	221.756	124.125	115.506	49.125	49.125	24.125	24.125	11.625	11.625
RL	747.375	665.269	372.375	346.519	147.375	147.375	72.375	72.375	34.875	34.875
RL*	547.375		172.375		-52.625		-127.625		-165.125	
Juro Supl.	109.475		34.475		0		0		0	

* - RL que ultrapassa o limite de 200.000,00 €

¹³¹ 20.000 obrigações ao valor nominal de 5 €, valor facial inscrito no título que é praticado regra geral (que pode excepcionalmente atingir o valor nominal de 25 €). (Cf. N Partners Solutions, Unipessoal Lda, *op. cit.*, p. 18.)

¹³² Maturidade média praticada no mercado neste tipo de financiamento. (Cf. N Partners Solutions, Unipessoal Lda., *op. cit.*, p. 20.)

¹³³ Temos em conta as taxas de juro das obrigações praticadas no mercado. Escolhemos, como exemplo, as taxas praticadas nos sectores industrial e no sector conhecido pelo sector das *utilities*.

¹³⁴ Como vimos, os juros periódicos das obrigações com juro suplementar têm uma taxa mais baixa do que a praticada nas obrigações clássicas.

No segundo exemplo, o juro suplementar foi estabelecido em 20% do RL que ultrapasse o limite de 200.000,00 €, aplicando-se o critério consagrado no art. 361.º, n.º 1, b) do CSC.

Neste caso, há lugar ao pagamento do juro suplementar apenas nos dois primeiros anos da vida do empréstimo, visto que apenas nos primeiros dois anos o RL ultrapassa o limite de 200.000,00 €, tendo a empresa AB, nos anos seguintes, apenas a obrigação de pagar o juro periódico.

5.1 Vantagens e desvantagens

5.1.1 Vantagens

Não é objecto do presente trabalho discutir a determinação da estrutura de capital, i.e., se a empresa efectivamente beneficia do endividamento, ou seja, se as empresas deverão incluir na sua estrutura de capital dívida, e não apenas recursos próprios e entradas de capital dos accionistas¹³⁵. Vamos partir do pressuposto que estamos perante empresas que têm efectivamente vantagem em se endividar, tendo por base a aproximação mais consensual, designadamente o modelo MODIGALINI e MILLER (MM)¹³⁶, segundo o qual, em resultado do efeito fiscal dos juros da dívida, a estrutura de capital óptima é aquela que consegue maximizar a componente de dívida, aumentando, assim, o valor da empresa. O valor da empresa, após impostos, aumenta pelo valor actual (VA) dos seus benefícios fiscais¹³⁷. A dedução fiscal aumenta o resultado total que pode ser distribuído aos obrigacionistas e aos accionistas (*Cf. Quadro infra*).

¹³⁵ Para uma explicação e desenvolvimento mais aprofundados sobre o tema *vide* RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 361-375 e 445-461, EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, pp. 429-444 e JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, pp. 9-11.

¹³⁶ *Cf.* RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 445-461, EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, pp. 435-437.

¹³⁷ *Cf.* RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, p. 471.

	Capital	Capital+Dívida
EBIT	1.000,00	1.000,00
Juros	0	100
RAI	1.000,00	900,00
IRC	250,00	225,00
RL	750,00	675,00
Total Fontes de Capital	750,00	775,00

a) Custos das tensões financeiras

Ao modelo MM são apontadas várias imperfeições que devem ser tidas em conta aquando da determinação da estrutura de capital, tais como impostos, custos de formalização e aplicação de complexos contratos de empréstimo, diferenças criadas por informação imperfeita e os efeitos da dívida sobre os incentivos à gestão, custos de falência e de dificuldades financeiras ou chamadas tensões financeiras¹³⁸.

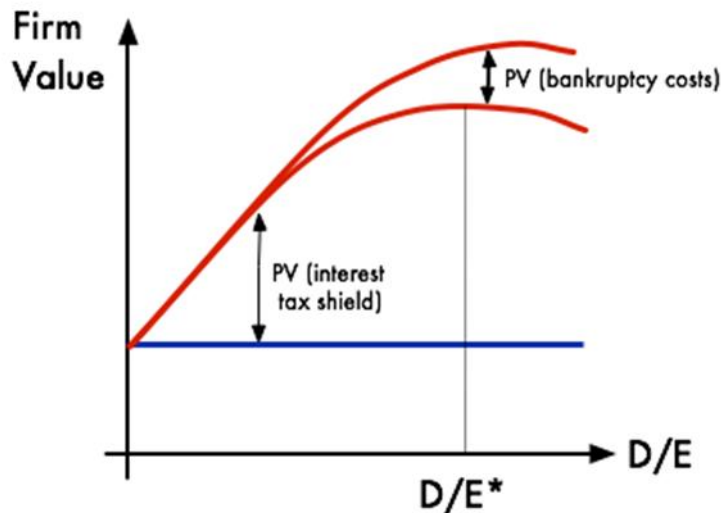
É relativamente aos impostos e aos custos das tensões financeiras que as obrigações com juro suplementar surgem como alternativa interessante de endividamento.

Relativamente aos custos das tensões financeiras, foi desenvolvida uma teoria, a chamada *Trade-off Theory*¹³⁹, segundo a qual a estrutura óptima do capital é determinada pelo equilíbrio entre os benefícios fiscais dos juros e os custos das tensões financeiras, conforme gráfico¹⁴⁰ que segue:

¹³⁸ Cf. RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 469-497.

¹³⁹ Cf. EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, p. 438.

¹⁴⁰ V. < http://en.wikipedia.org/wiki/Trade-off_theory_of_capital_structure>.



Segundo esta teoria, no princípio a empresa não deverá ter medo em endividar-se, em virtude de (i) o valor actual dos benefícios fiscais aumentar a medida que o nível do endividamento cresce e (ii) o nível dos custos das tensões financeiras ser quase insignificante. No entanto, a partir de um certo nível, já não compensa a empresa endividar-se, atento o nível dos custos das tensões financeiras ter aumentado significativamente. Somos da opinião que este nível, a partir do qual a empresa é ameaçada pelos custos das tensões financeiras, é movido ainda mais para a direita no gráfica acima, podendo a empresa, se quiser, endividar-se ainda mais, caso a empresa opte por financiar-se por meio de obrigações com juro suplementar.

Como afirmam BRIGHAM e HOUSTON¹⁴¹ o nível identificado no gráfico como D/E* varia de empresa para empresa, dependendo do risco de negócio (*business risk*) e dos custos de falência (*bankruptcy costs*).

É precisamente nesta última variável que as obrigações com juro suplementar ganham vantagem face a outros títulos de dívida. Veja-se os exemplos¹⁴² *infra*, em que AB apresenta prejuízos nos primeiros 3 anos.

¹⁴¹ Cf. EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, p. 439.

¹⁴² Para simplificarmos, consideramos que o EBIT é igual nos 5 anos e que a empresa não tem encargos com depreciações, amortizações e provisões.

Exemplo 3 – Obrigações com juro suplementar:

	Dez. '12	Mar. '12	Dez. '13	Mar. '13	Dez. '14	Mar. '14	Dez. '15	Mar. '15	Dez. '16	Mar. '16
EBIT	-100.000	-100.000	-70.000	-70.000	-50.000	-50.000	10.000	10.000	50.000	50.000
Juros	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	4.475	3.500	10.475
RAI	-103.500	-103.500	-73.500	-73.500	-53.500	-53.500	6.500	5.525	46.500	39.525
IRC 25%	-25.875	-25.875	-18.375	-18.375	-13.375	-13.375	1.625	1.381	11.625	9.881
RL	-77.625	-77.625	-55.125	-55.125	-40.125	-40.125	4.875	4.144	34.875	29.644
Juro Supl.	0		0		0		975		6.975	

AB financiou-se por meio de obrigações com juro suplementar, valor facial de 100.000,00 €, prazo de maturidade de 5 anos, taxa do juro periódico de 3,5%, e juro suplementar de 20% do RL do exercício. Apresentando resultados operacionais negativos e por conseguinte um RL negativo, AB tem apenas que suportar o pagamento do juro periódico, que ascende ao total de 3.500,00€.

Exemplo 4 – Empréstimo bancário:

	Mar.'12	Mar.'13	Mar.'14	Mar.'15	Mar.'16
EBIT	-100.000	-70.000	-50.000	10.000	50.000
Juros	7.500	6.209	4.821	3.329	1.724
RAI	-107.500	-76.209	-54.821	6.671	48.276
IRC (25%)	-26.875	-19.052	-13.705	1.668	12.069
RL	-80.625	-57.157	-41.116	5.003	36.207

Caso se financiasse por meio de empréstimo bancário, no mesmo valor de 100.000,00 €, a 5 anos, à taxa, praticada no mercado, de 7,5%, AB estaria obrigada a pagar a totalidade do juro contratado apesar de apresentar resultados operacionais negativos, não podendo diferir de alguma forma essa obrigação.

Exemplo 5 – Obrigações clássicas:

	Mar.'12	Mar.'13	Mar.'14	Mar.'15	Mar.'16
EBIT	-100.000	-70.000	-50.000	10.000	50.000
Juros	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500
RAI	-106.500	-76.500	-56.500	3.500	43.500
IRC (25%)	-26.625	-19.125	-14.125	875	10.875
RL	-79.875	-57.375	-42.375	2.625	32.625

Neste exemplo, consideramos que AB se financiou por meio de obrigações clássicas, com o mesmo valor facial, com a mesma maturidade, mas com juro periódico à taxa de

6,5%¹⁴³. Neste exemplo, próximo do exemplo anterior, AB tem um encargo nos primeiros três anos em que apresenta prejuízos, superior ao que tem quando se financia por meio de obrigações com juro suplementar, em virtude de a taxa contratada do juro periódico, característico das obrigações clássicas, ser naturalmente superior.

Observamos que os custos da tensão financeira, i.e., o risco de a empresa não pagar as suas obrigações, são mais altos nos últimos dois exemplos, ou seja, quando AB se endivida por meio de empréstimos bancários e por meio de obrigações clássicas, sendo mais baixos no caso em que a empresa se financia por meio de obrigações com juro suplementar.

Em conclusão, e tal como enunciámos na introdução do presente trabalho, AB, ao financiar-se por meio de obrigações com juro suplementar, apenas verá o seu custo de capital aumentar, i.e., a taxa efectiva do juro pago aos credores¹⁴⁴, quando começar a pagar o juro suplementar, e isto acontece apenas quando a empresa emitente apresentar lucro, e, além disso, esse encargo aumentará apenas na medida do aumento do lucro.

b) Benefícios fiscais

O financiamento por meio de obrigações com juro suplementar permite à empresa emitente obter uma poupança fiscal considerável.

Vejamos os seguintes exemplos¹⁴⁵, tendo como ponto de partida os dados utilizados nos exemplos *supra* de financiamento por meio de obrigações com juro suplementar e por meio de empréstimo bancário.

¹⁴³ Já vimos que nas obrigações clássicas o juro periódico é maior que o juro periódico pago numa obrigação com juro suplementar.

¹⁴⁴ Considerando a taxa do juro periódico, que é fixa, e a percentagem do RL que terá que entregar aos obrigacionistas, que é variável.

¹⁴⁵ AB apresenta lucro nos 5 anos da vida do empréstimo.

Exemplo 6 – Obrigações com juro suplementar:

	Dez. '12	Mar. '12	Dez. '13	Mar. '13	Dez. '14	Mar. '14	Dez. '15	Mar. '15	Dez. '16	Mar. '16
EBIT	1.000.000	1.000.000	500.000	500.000	200.000	200.000	100.000	100.000	50.000	50.000
Juros	3.500	152.975	3.500	77.975	3.500	32.975	3.500	17.975	3.500	10.475
RAI	996.500	847.025	496.500	422.025	196.500	167.025	96.500	82.025	46.500	39.525
IRC (25%)	249.125	211.756	124.125	105.506	49.125	41.756	24.125	20.506	11.625	9.881
RL	747.375	635.269	372.375	316.519	147.375	125.269	72.375	61.519	34.875	29.644
Juro Suplementar	149.475		74.475		29.475		14.475		6.975	
Total fontes		788.244		394.494		158.244		79.494		40.119

Exemplo 7 – Empréstimo bancário:

	Mar.'12	Mar.'13	Mar.'14	Mar.'15	Mar.'16
EBIT	1.000.000	500.000	200.000	100.000	50.000
Juros	7.500	6.209	4.821	3.329	1.724
RAI	992.500	493.791	195.179	96.671	48.276
IRC (25%)	248.125	123.448	48.795	24.168	12.069
RL	744.375	370.343	146.384	72.503	36.207
Total Fontes	751.875	376.552	151.205	75.832	37.931

Observamos que AB, financiando-se por meio de obrigações participantes, paga menos IRC do que pagaria caso se financiasse por meio de empréstimo bancário:

IRC (25%) pago	2012	2013	2014	2015	2016
Ex. 1	211.756	105.506	41.756	20.506	9.881
Ex. 2	248.125	123.448	48.795	24.168	12.069

Financiando-se por meio de obrigações com juro suplementar, a dedução fiscal aumenta o resultado total que pode ser distribuído aos obrigacionistas e aos accionistas, em comparação com a riqueza distribuída aos obrigacionistas e aos accionistas caso AB se financiasse por meio de empréstimo bancário, conforme quadro *infra*:

Total Fontes	2012	2013	2014	2015	2016
Ex. 1	788.244	394.494	158.244	79.494	40.119
Ex. 2	751.875	376.552	151.205	75.832	37.931

5.1.2 Desvantagens

a) Valor criado para o accionista

Para calcular o desempenho dos capitais investidos na empresa é utilizado o indicador¹⁴⁶, conhecido por rendibilidade dos capitais próprios ou ROE (*Return on Equity*)¹⁴⁷, que dá indicações do grau de eficiência da gestão dos investimentos realizados pelos detentores de capital, os accionistas. Ajuda a qualificar a empresa em termos de risco e rendibilidade dela esperada. Quanto maior o valor, melhor o desempenho da empresa a este nível.

O indicador ROE tem igualmente importância no que concerne à alavanca financeira, na medida em que o endividamento de uma sociedade pode traduzir-se no aumento da rendibilidade dos capitais próprios.

Assim, este instrumento de análise financeira é utilizado como (i) indicador de eficiência de gestão, (ii) medida de capacidade da empresa em gerar resultados, (iii) planeamento e controlo de gestão..

Um outro indicador, igualmente importante para os detentores de capital, é o resultado por acção, conhecido como EPS (*Earnings Per Share*)¹⁴⁸, na medida em que dá indicação do montante que cada investidor ganha por acção.

Propomo-nos neste ponto calcular e comparar o ROE e o EPS de uma empresa endividada¹⁴⁹, que se financia por meio de obrigações com juro suplementar¹⁵⁰, e, em alternativa, por empréstimo bancário.

¹⁴⁶ Designadamente ao nível das sociedades cotadas.

¹⁴⁷ ROE = Resultado Líquido / Capital Social.

¹⁴⁸ EPS = Resultado Líquido / n.º de acções emitidas.

¹⁴⁹ Por cada ano da vida do empréstimo.

¹⁵⁰ Aplicando os critérios estabelecidos no art. 361º, n.º 1, a) e b) do CSC.

Consideremos os seguintes exemplos, tendo por base as mesmas condições de empréstimo que as utilizadas nos exemplos analisados *supra*, e, além disso, o número de acções emitidas, designadamente 50.000, e o Capital Social (CS) (*Net Equity*), que ascende a 100.000,00 €¹⁵¹:

Exemplo 8 – Obrigações com juro suplementar igual a 20% do RL do exercício:

	Dez.'12	Mar.'12	Dez.'13	Mar.'13	Dez.'14	Mar.'14	Dez.'15	Mar.'15	Dez.'16	Mar.'16
EBIT	1.000.000	1.000.000	500.000	500.000	200.000	200.000	-50.000	-50.000	-100.000	-100.000
Juros	3.500	152.975	3.500	77.975	3.500	32.975	3.500	-4.525	3.500	-12.025
RAI	996.500	847.025	496.500	422.025	196.500	167.025	-53.500	-45.475	-103.500	-87.975
IRC (25%)	249.125	211.756	124.125	105.506	49.125	41.756	-13.375	-11.369	-25.875	-21.994
RL	747.375	635.269	372.375	316.519	147.375	125.269	-40.125	-34.106	-77.625	-65.981
Juro Supl.	149.475		74.475		29.475		-8.025		-15.525	
ROE		6,35		3,17		1,25		-0,34		-0,66
EPS		12,71		6,33		2,51		-0,68		-1,32

Exemplo 9 – Obrigações com juro suplementar igual a 20% do RL que ultrapasse o limite de 200.000,00 €:

	Dez.'12	Mar.'12	Dez.'13	Mar.'13	Dez.'14	Mar.'14	Dez.'15	Mar.'15	Dez.'16	Mar.'16
EBIT	1.000.000	1.000.000	500.000	500.000	200.000	200.000	100.000	100.000	50.000	50.000
Juros	3.500	112.975	3.500	37.975	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500	3.500
RAI	996.500	887.025	496.500	462.025	196.500	196.500	96.500	96.500	46.500	46.500
IRC (25%)	249.125	221.756	124.125	115.506	49.125	49.125	24.125	24.125	11.625	11.625
RL	747.375	665.269	372.375	346.519	147.375	147.375	72.375	72.375	34.875	34.875
RL*	547.375		172.375		-52.625		-127.625		-165.125	
Juro Supl.	109.475		34.475		0		0		0	
ROE		6,65		3,47		1,47		0,72		0,35
EPS		13,31		6,93		2,95		1,45		0,70

¹⁵¹ Ou seja, o preço por acção, contabilístico, igual a 2 €/acção (Preço por acção contabilístico = CS / n.º acções emitidas = 100.000 € / 50.000 acções = 2 €).

Exemplo 10 – Empréstimo bancário:

	Mar. 2012	Mar. 2013	Mar. 2014	Mar. 2015	Mar.2016
EBIT	1.000.000	500.000	200.000	10.000	50.000
Juros	7.500	6.209	4.821	3.329	1.724
RAI	992.500	493.791	195.179	6.671	48.276
IRC (25%)	248.125	123.448	48.795	1.668	12.069
RL	744.375	370.343	146.384	5.003	36.207
ROE	7,44	3,70	1,46	0,05	0,36
EPS	14,89	7,41	2,93	0,10	0,72

Observamos que a rentabilidade dos capitais próprios e o preço por acção nos Exemplos 8 e 9, i.e., nos dois casos de financiamento por meio de obrigações com juro suplementar, são mais baixos do que o ROE e o EPS no caso em que AB se financia por empréstimo bancário. Este resultado deriva do facto de o RL, o numerador, ser mais baixo no caso do financiamento por meio de obrigações com juro suplementar, enquanto o denominador é igual nos dois casos.

De facto, nos dois casos de financiamento, nomeadamente, por meio de obrigações com juro suplementar e por meio de empréstimo bancário, o denominador mantém-se igual, não varia consoante o meio de empréstimo utilizado. Assim, no caso do ROE (RL / CS), o CS utilizado é igual nos dois casos, 100.000 €, e no caso do EPS ($RL / n.^{\circ}$ de acções emitidas), o n.º de acções emitidas é igual nos dois casos, 50.000 acções emitidas. Pelo que, variando o RL, varia o resultado obtido, o ROE, e o EPS, que são mais baixos no nosso exemplo de financiamento por meio de obrigações com juro suplementar. O RL é naturalmente mais baixo nos exemplos 8 e 9, em virtude de o encargo suportado com os juros ser maior no caso das obrigações participantes, que aumenta pelo pagamento do juro suplementar, do que o encargo suportado com os juros de empréstimos bancários, fixos e mais baixos.

Os accionistas, vendo, assim, a sua riqueza diminuir, podem ficar desencorajados a votarem favoravelmente uma emissão de obrigações com juro suplementar.

5.2 Sociedades visadas

A análise realizada *supra* no ponto 5 mostrou que estas obrigações, por serem um híbrido, são um meio de financiamento que, ao contrário dos empréstimos obrigacionistas clássicos, se adapta facilmente às flutuações dos resultados das empresas e à sua capacidade de gerar *cash-flows*¹⁵² necessários para fazer face ao serviço de dívida, i.e., o pagamento do juro periódico fixo e reembolso de capital.

Para além disso, o pagamento do juro suplementar aos investidores permite à empresa emitente beneficiar da possibilidade de fixar um juro periódico (componente base do encargo financeiro) naturalmente mais baixo do que o juro periódico fixado nas obrigações clássicas. A empresa emitente consegue desta forma reduzir o custo efectivo de financiamento.

Pelo que, o risco deste instrumento financeiro para a empresa emitente é menor do que o risco dos restantes tipos de empréstimos obrigacionistas. A sociedade emitente reduz por este meio a possibilidade de existirem dificuldades financeiras para fazer face ao serviço de dívida fixo, que é de menor montante.

Do exposto podemos retirar duas conclusões ao nível das sociedades visadas por este tipo de instrumento financeiro. Em primeiro lugar, as obrigações participantes surgem como uma solução apelativa de financiamento externo no caso das sociedades que estão na fase de arranque das suas actividades, as chamadas *start-up*'s. Este tipo de empresas apresenta normalmente prejuízos nos primeiros anos de actividade (3 ou mais anos). E como vimos *supra* no exemplo 3¹⁵³, por meio das obrigações participantes, estas empresas diminuem significativamente o seu custo inicial de investimento, conseguido através de um custo de financiamento mais baixo.

Por outro lado, afigura-se um meio de financiamento interessante perante o quadro actual da conjuntura económica e financeira em Portugal, posição igualmente defendida no estudo publicado pela NERSANT, Associação Empresarial¹⁵⁴. Esta realidade poderá ditar o alargamento deste tipo de financiamento a outras empresas, e não apenas à *start up*'s, em virtude de actualmente até as empresas bem sucedidas, e já numa fase de maior

¹⁵² O saldo entre as entradas e saídas de capital de uma empresa durante um determinado período de tempo.

¹⁵³ Cf. *supra* ponto 5.1.1.

¹⁵⁴ Cf. N Partners Solutions, Unipessoal Lda., *op. cit.*, p. 33.

estabilização, estarem mais expostas à flutuações dos seus resultados, necessitando de uma alternativa de financiamento mais segura e mais flexível, o que estas obrigações oferecem.

Mais ainda, e atenta a conjuntura actual económica e financeira, que passa pela quebra de liquidez das instituições financeiras portuguesas e recessão dos mercados e que poderá ditar o afastamento como objectivo principal da maximização do valor de mercado da empresa as obrigações participantes têm vantagens face ao financiamento por meio dos empréstimos bancários.

Contudo, apesar do exposto, esta análise não pode descurar a posição do investidor. Cumpre questionar qual será na realidade a resposta do potencial investidor perante o lançamento do mercado deste instrumento. Fixando a sociedade emitente o juro periódico fixo a uma taxa de juro naturalmente mis baixa, oferece ao subscritor uma compensação atractiva, através do pagamento do juro suplementar. Isto pressupõe, no entanto, o pagamento efectivo do juro suplementar, o que vimos que só acontece caso a empresa tenha resultados positivos ou os resultados ultrapassem um determinado limite definidos aquando da subscrição da obrigação.

Deste modo, caso os investidores tenham perspectivas de serem compensados por meio do pagamento do juro suplementar todos os anos da vida do empréstimo, terão em vista sociedades estáveis ou com perspectivas de crescimento, e não empresas na fase de arranque da sua actividade ou cujos resultados são susceptíveis a flutuações constantes.

Do exposto poderá acontecer que os investidores estejam interessados neste tipo de obrigações apenas em relação a empresas que geram *cash-flows* estáveis.

Pelo que consideramos que os investidores poderão estar interessados nas empresas do sector chamado *utilities*.

Enquadram-se no sector das *utilities* as empresas que actuam no sector da produção, geração e distribuição de electricidade, e ainda no sector dos gás natural e e exploração e distribuição de água. Estas empresas caracterizam-se por (i) serem empresas maduras (mas sem grandes perspectivas de crescimento); (ii) efectuarem elevados investimentos em capital fixo (infra-estruturas); (iii) utilizarem grande nível de dívida para financiar

esse investimento; (iv) serem sensíveis, por utilizarem muita dívida, aos movimentos das taxas de juro da dívida.

Deste modo, as obrigações participantes serão atractivas, tanto para este tipo de empresas, pelas suas características já analisadas, como e para os investidores potenciais subscritores, confiantes no pagamento efectivo do juro suplementar.

6. Planeamento Fiscal

Os juros pagos pelas empresas aos seus credores são um dos encargos com maior peso na estrutura dos custos da empresa. Pelo que, a componente fiscal pode assumir um impacto significativo no custo do crédito¹⁵⁵, e, por conseguinte, no custo do capital ou o chamado custo médio ponderado do capital¹⁵⁶.

Vimos que os juros são custos dedutíveis fiscalmente, desde que indispensáveis “para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora”, conforme o art. 23.º, n.º 1 do CIRC¹⁵⁷. Vimos ainda que os juros periódicos das obrigações participantes são pagos à uma taxa mais baixa do que a que seria praticada se fossem emitidas obrigações ditas clássicas e, ainda, que o juro suplementar só é pago se houver lucro realizado.

As obrigações participantes surgem assim como uma forma interessante de planeamento fiscal das empresas, otimizando a carga fiscal sobre o financiamento obtido, uma vez que, como o afirma J. L. SALDANHA SANCHES¹⁵⁸, “*o planeamento fiscal constitui hoje uma dimensão essencial do planeamento fiscal económico e o seu limite é a fraude à lei.*” Cumpre, por conseguinte, fazer uma breve análise sobre esta forma de planeamento fiscal.

As obrigações participantes são um instrumento alternativo de financiamento criado por lei, ficando no âmbito da autonomia privada das partes contratantes, dentro dos critérios de cálculo consagradas na lei, a percentagem exacta de cálculo do juro suplementar a pagar ao obrigacionista. Entre as várias alternativas existentes, uma empresa poderá vir a escolher financiar-se por meio deste tipo de obrigações por estas estarem acompanhadas, entre outras vantagens, de encargos fiscais menores. É uma via legítima de planeamento fiscal.

¹⁵⁵ Taxa efectiva de juro paga ao credor.

¹⁵⁶ $WACC = wd (rd) (1-T) + wc (rs)$, onde $wd = \%$ da dívida no capital total, $rd =$ custo da dívida, como por exemplo a taxa de juro contratada num empréstimo bancário, $(1-T) =$ tirar o efeito dos impostos pagos, $wc = \%$ do capital social no capital total da empresa, $rs =$ custo do capital, como a taxa de dividendos paga aos accionistas.

¹⁵⁷ Cf. *supra* ponto 4.2.1

¹⁵⁸ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os Limites, op. cit.*, p. 21.

Não obstante, por vezes, a Administração Tributária questiona actos que, embora lícitos, conduzem à redução da carga fiscal, considerando-os ilegítimos na medida em que esses actos têm como único objectivo a eliminação ou redução da carga fiscal.

Neste contexto, e no que diz respeito às obrigações participantes, o financiamento por meio deste tipo de instrumentos é abrangido, desde 2008¹⁵⁹, pelo dever de comunicação, informação e esclarecimento à Administração Tributária¹⁶⁰. Entre os esquemas e actuações abrangidas pelo diploma encontram-se as operações financeiras que sejam susceptíveis de determinar a requalificação do rendimento¹⁶¹, designadamente, os instrumentos financeiros híbridos¹⁶². No entanto, conjugando os artigos 1.º, 3.º, alínea a) e 4.º do diploma citado, deve entender-se que, para efeitos deste diploma, apenas têm relevância esquemas e actuações que determinarem ou se espera que determinem a obtenção de uma vantagem fiscal “*de modo exclusivo ou predominante*”¹⁶³.

A este respeito, considerando as vantagens de financiamento de ponto de vista de gestão do negócio, inerentes às obrigações participantes, e desde que o devedor consiga demonstrar que o financiamento subjacente é indispensável para o financiamento do negócio, ao abrigo do regime da dedutibilidade dos juros¹⁶⁴, dificilmente se poderá alegar que a utilização deste tipo de obrigações qualifica como esquema que visa, exclusivamente ou predominantemente, obter a redução dos impostos a pagar.

Vimos que a lei permite às empresas a reserva da emissão de obrigações participantes aos próprios accionistas¹⁶⁵. Este facto poderá levar a questionar-se, em concreto, a substância do negócio celebrado, duvidando-se da natureza do custo do financiamento, i.e., questionando-se se os juros pagos aos accionistas não são na realidade dividendos distribuídos. Isto porque é fiscalmente aceite a dedução dos juros à matéria colectável das empresas, tratamento que não se aplica aos dividendos. Os dividendos, enquanto distribuição de lucros aos accionistas, não são considerados encargos suportados pela sociedade. Os dividendos distribuídos, em comparação com os juros pagos, são, assim,

¹⁵⁹ Com a entrada em vigor do Decreto-lei n.º 29/2008, de 25 de Fevereiro.

¹⁶⁰ Cf. preâmbulo do diploma citado.

¹⁶¹ Cf. Cláusula geral anti-abuso, consagrada no art. 38.º, n.º 2 da LGT.

¹⁶² Art. 4.º, alínea c) do Decreto-lei n.º 29/2008.

¹⁶³ Artigos 1.º e 3.º alínea a) do Decreto-lei n.º 29/2008.

¹⁶⁴ Previsto no art. 23.º do CIRC.

¹⁶⁵ Cf. *supra* ponto 2.2.

tributados na esfera da sociedade, por não serem dedutíveis, e na esfera do accionista, enquanto rendimentos de capitais recebidos.

Relativamente aos empréstimos, sob as mais diversas formas, feitos pelos sócios às empresas, temos previsto no ordenamento jurídico português normas anti-abuso específicas, designadamente os artigos 67.º do CIRC, relativo às regras de subcapitalização¹⁶⁶, e 63.º do CIRC, respeitante ao regime dos preços de transferência¹⁶⁷.

No que diz respeito às regras de subcapitalização, o regime em causa tem uma aplicação prática reduzida, visando apenas o endividamento, de um sujeito passivo residente, para com entidade não residente em território português ou em outro Estado-membro da União Europeia. Para os restantes casos¹⁶⁸ recorre-se ao regime dos preços de transferência.

Deste modo, desde que respeitados os requisitos / regras destes dois regimes, conjugados com a exigência da indispensabilidade do empréstimo obtido para o negócio da empresa, à partida não vemos obstáculos para se poder deduzir os juros pagos aos accionistas da empresa emitente.

Não obstante, a dedução dos juros pagos, resultantes da emissão de obrigações participantes, não fica isenta de dúvidas. No caso da emissão da obrigação feita a uma entidade, com a qual exista relação especial, residente em território português ou num Estado-membro da UE, o regime dos preços de transferência poderá não resolver a questão da dedução do juro suplementar.

Isto porque, a definição do montante a pagar em concreto do juro suplementar, sendo definido como uma percentagem do lucro realizado pela sociedade emitente, e não uma

¹⁶⁶ Os juros suportados, pelo sujeito passivo em resultado de empréstimo contraído junto de entidade com a qual existe relação especial, nos termos definidos no n.º 4, do art. 63.º do CIRC, residente fora da UE, na parte que exceda o dobro do valor da correspondente à participação no capital próprio do sujeito passivo, não são aceites como custo fiscal dedutível. (Cf. Art. 67.º, n.ºs 1 e 3, do CIRC).

¹⁶⁷ Relativamente às operações financeiras efectuadas entre um sujeito passivo e qualquer outra entidade com a qual exista relação especial, definida nos termos do n.º 4, do art. 63.º do CIRC, a taxa de juro praticada deve respeitar o princípio da plena concorrência (*arm's length principle*), i.e., deve ser contratada nos termos ou condições substancialmente idênticos aos que normalmente seriam contratados e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis. (Cf. Art. 63.º, n.º 1, do CIRC.)

¹⁶⁸ Caso do endividamento de um sujeito passivo para com entidade residente em território português ou em outro Estado-membro da UE.

taxa de juro de referência praticada no mercado, fica na esfera da autonomia privada das partes, como vimos *supra* no ponto 2.2.

Surgem as seguintes questões. Aplicando o regime dos preços de transferência, para efeitos de dedução como custo fiscal do juro suplementar, que critérios de comparação serão utilizados? O que se deve entender por “*termos ou condições substancialmente idênticos aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados (...) em operações comparáveis*” no caso do juro suplementar? De que forma serão determinados esses termos e condições?

A determinação dos termos e condições normalmente praticada no mercado deve ser efectuada ¹⁶⁹ através do recurso a métodos específicos para o efeito previstos, consagrados no art. 63.º, n.º 3, alíneas a) e b) do CIRC. Na alínea a) estão consagrados os chamados métodos tradicionais, do preço comparável de mercado, do preço de revenda minorado e do custo majorado, que constituem a forma mais directa de determinar o preço de plena concorrência. No entanto, previstos para os casos não complexos, não nos parece plausível a sua aplicação às operações de financiamento com obrigações com juro suplementar ¹⁷⁰, não sendo possível aplicar os métodos directos..

Pelo que, atenta a especificidade das formas de cálculo do juro suplementar, a determinação dos termos e condições normalmente praticados no mercado deverá ser feita através da aplicação de métodos indirectos ¹⁷¹, como os previstos na alínea b) do citado preceito, os métodos baseados no lucro da operação, método do fraccionamento do lucro (*Profit Split Method*), da margem líquida da operação (*Transactional Net Margin Method*) ¹⁷², “*ou outro método apropriado aos factos e às circunstâncias específicas de cada operação*” que satisfaça o princípio da plena concorrência, quando os métodos mencionados não possam ser aplicados ¹⁷³.

¹⁶⁹ Tanto pelas entidades envolvidas na operação, como pela Administração Aduaneira e Tributária.

¹⁷⁰ Para mais desenvolvimentos sobre os métodos consagrados, *vide* PAULO ROSADO PEREIRA, *O novo regime dos preços de transferência*, in *Fiscalidade*, n.º 5, 2001, pp. 32-38.

¹⁷¹ *Idem*, pp. 39-40.

¹⁷² JAIME CARVALHO ESTEVES e CLARA DITHMER, *Da relevância do método da margem líquida da operação em sede de preços de transferência*, in “Preços de transferência – Casos Práticos, Coordenação GLÓRIA TEIXEIRA”, Porto, Vida Económica, 2006, pp. 215 – 273.

¹⁷³ Cf. Art. 4.º, n.º 1, b), 2ª parte, da Portaria 1446-C/2001, de 21 de Dezembro.

Deste modo, as entidades envolvidas na operação de financiamento por meio de obrigações com juro suplementar terão que justificar, utilizando o método mais adequado para o efeito, de modo a justificarem a dedutibilidade fiscal dos juros em que incorreram, que o critério de cálculo do juro suplementar respeita o princípio da plena concorrência.

O problema coloca-se assim, não a nível da qualidade do empréstimo, i.e., indispensabilidade *“para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora”*, a demonstrar, nos termos gerais, i.e., nos termos do art. 23.º do CIRC., mas sim ao nível da quantidade do empréstimo, i.e., o nível a partir do qual se considera que o montante pago sob a forma de juro suplementar é excessivo, não sendo permitido deduzir os juros suportados para efeitos de determinação do lucro tributável da empresa emitente. O montante excessivo deverá ser corrigido pelo sujeito passivo, efectuando as necessárias correcções positivas na determinação do lucro tributável, pelo montante correspondente aos efeitos fiscais imputáveis a essa inobservância¹⁷⁴. Caso o sujeito passivo não efectua tais correcções, a Direcção-Geral dos Impostos poderá corrigir o lucro tributável nos mesmos termos¹⁷⁵.

Ademais, fora das relações especiais a Administração Tributária poderá igualmente questionar a substância do financiamento, e, assim, a dedutibilidade dos juros pagos, especialmente do juro suplementar, por aplicação da cláusula-geral anti-abuso, consagrada no art. 38.º, n.º 2 da LGT : *“São ineficazes no âmbito tributário os actos ou negócios jurídicos essencial ou principalmente dirigidos, por meios artificiosos ou fraudulentos e com abuso das forma jurídicas, à redução, eliminação ou diferimento temporal de impostos que seriam devidos em resultado de factos, actos ou negócios jurídicos de idêntico fim económico, ou à obtenção de vantagens fiscais que não seriam alcançadas, total ou parcialmente, sem utilização desses meios, efectuando-se então a tributação de acordo com, as normas aplicáveis na sua ausência e não se produzindo as vantagens fiscais referidas”*

Preenchidos os pressupostos consagrados no preceito, o contrato de empréstimo por meio de emissão e subscrição de obrigações com juro suplementar dependente dos lucros deixa de ter eficácia a nível tributário, e apenas a este nível, sendo inoponível

¹⁷⁴ Cf. Art. 63.º, n.º 8, do CIRC e Art. 3.º, n.º 1, da Portaria n.º 1446-C/2001.

¹⁷⁵ Art. 3.º, n.º 2, da Portaria n.º 1446-C/2001.

face à Administração Tributária, não sendo considerado o juro suplementar como juro, isto é, como custo dedutível ao nível da sociedade devedora, e sendo tratado ao nível fiscal como dividendo¹⁷⁶.

Para o efeito, terão que ser feitos vários testes, designadamente analisado o empréstimo em causa à luz da verificação ou não dos pressupostos consagrados na cláusula¹⁷⁷.

De facto, para que a norma seja aplicada é necessário que (i) que o negócio em causa tenha como intenção a redução ou eliminação de uma oneração fiscal; (ii) que se utilize, para o efeito meios artificiosos ou fraudulentos e (iv) que se verifique um abuso das formas jurídicas¹⁷⁸.

Em suma, a análise visa averiguar da existência ou não de um negócio jurídico artificial, que se revela no abuso das formas jurídicas e que foi escolhido com base na intenção fiscal única de minimização fiscal. Um negócio jurídico será qualificado como artificial se na base da sua utilização estiverem apenas razões de natureza fiscal. Teste este que obriga assim a analisar a intenção do agente. Verificar se um negócio tem ou não um carácter artificial pressupõe a comparação entre o negócio jurídico utilizado e aquele que teria sido utilizado não fora a lei fiscal¹⁷⁹. Deste modo, será necessário, para a aplicação da cláusula geral anti-abuso, demonstrar que o empréstimo por via da emissão de obrigações com juro suplementar constitui uma opção negocial destinada apenas ou principalmente à optimização fiscal, não tendo um objectivo económico autónomo. O elemento motivação / intenção do sujeito passivo tem portanto uma importância relevante.

Não obstante, temos que ter em atenção que compete apenas à sociedade emitente, devedora do empréstimo, a tomada das suas decisões de gestão. Do elenco destas decisões faz parte a decisão de financiamento. O meio específico utilizado para se

¹⁷⁶ Considerado como não dedutível ao nível da sociedade que paga o juro suplementar.

¹⁷⁷ Em nome da tutela jurídica do direito ao planeamento fiscal legítimo.

Para mais desenvolvimentos *vide* J. L. SALDANHA SANCHES, *As duas constituições – nos dez anos da cláusula geral anti-abuso*, in “Reestruturação de empresas e limites do planeamento fiscal”, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, pp. 40-70.

¹⁷⁸ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os limites*, *op. cit.*, pp. 169-172, AcTCAS, de 15-02-2011 (Rel. José Correia), P. 04255/10 e HENRIQUE DE FREITAS PEREIRA, pp. 445-448.

¹⁷⁹ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *op. cit.*, p. 171.

financiar compete-lhe apenas a ela¹⁸⁰, escolhendo entre a panóplia de meios de financiamento existentes na ordem jurídica nacional ou internacional, tendo como o único limite a esta liberdade o *business purpose test* / motivos económicos válidos. O sujeito passivo deve ser capaz de demonstrar a existência de uma razão comercial legítima, especialmente quando o mesmo utiliza meios pouco habituais, o que poderá ser o caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros.

Não obstante, tal como advoga J. L. SALDANHA SANCHES¹⁸¹ “*O carácter pouco vulgar da via escolhida não constitui, contudo, um modo inadequado para obter o resultado pretendido*¹⁸² *nem esta inadequação pode ser explicada pela vantagem fiscal que lhe subjaz*¹⁸³. *Pelo contrário, estamos apenas perante uma possível forma nova e imaginativa de realizar uma operação, que se não pode explicar por razões fiscais*¹⁸⁴”.

Competirá à Administração Tributária demonstrar que em concreto um financiamento por meio obrigações com juro suplementar dependente dos lucros consubstancia uma gestão anormal da empresa emitente, que a operação em causa tem apenas lugar por razões de redução da carga fiscal, nada mais podendo justificá-la, que não existiria se não houvesse o estímulo fiscal, como a dedução dos juros pagos, e que, conseqüentemente, consubstancia um comportamento de evasão fiscal.

De qualquer forma, somos da opinião que o financiamento por meio de obrigações com juro suplementar, *de per se*, à partida, não consubstancia uma utilização de um negócio jurídico artificioso, com abuso da forma jurídica consagrada pelo legislador, com o único ou principal objectivo de minimização da carga fiscal. Vimos *supra* no ponto 5 que este instrumento financeiro tem vantagens inerentes relevantes. Por outro lado, apresenta igualmente desvantagens, desvantagens essas que os accionistas não descumarão, como o ROE e EPS, tendo em conta que é importante para eles a criação de

¹⁸⁰ Cf. RUI DUARTE MORAIS, *op. cit.*, pp. 81-87, CASALTA NABAIS, *O Dever Fundamental de Pagar Impostos: contributo para a compreensão constitucional do Estado fiscal contemporâneo*, Coimbra: Livraria Almedina, 1998, p. 204, DIOGO LEITE DE CAMPOS / MÔNICA LEITE DE CAMPOS, *Direito Tributário*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2000, p. 165.

¹⁸¹ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os Limites*, *op. cit.*, p. 176.

¹⁸² Ou seja, o financiamento, e, de preferência, nas condições contratuais mais favoráveis possíveis para a própria sociedade.

¹⁸³ Vimos no ponto 5 que existe esta vantagem no caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros.

¹⁸⁴ Cf. Preâmbulo do diploma que criou este instrumento financeiro em Portugal, Decreto-lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto.

valor accionista. Pelo que, não parece verosímil que os accionistas votem uma emissão deste tipo de obrigações apenas com base na poupança fiscal que poderão trazer à empresa. Isto porque a dedução dos juros pagos derivados do financiamento através de obrigações deste tipo conduz, como vimos, à redução substancial do Resultado Líquido, isto é, lucro líquido disponível para os accionistas, quando comparamos com outro tipo de empréstimos.

A vantagem inerente a este tipo de instrumentos financeiros, que é o custo da dívida aumentar apenas quando a sociedade tem lucro e aumentar proporcionalmente, apenas na medida do aumento do lucro, diminuindo assim o custo do capital e os custos das tensões financeiras, é justificativo suficiente para a empresa demonstrar existir motivo económico válido quando se financia por este meio.

7. Conclusão

As obrigações participantes ao oferecerem, para além dum juro periódico fixo, uma remuneração adicional variável em função dos lucros realizados pela sociedade emitente, que é o juro suplementar, adquirem uma característica importante do capital que consiste na participação do subscritor nos resultados da empresa emitente. Têm assim características próprias das obrigações mas igualmente das acções, o que leva à que estas obrigações recebam a qualificação de instrumento financeiro híbrido.

A sociedade emitente obtém uma vantagem fiscal considerável, atenta a aceitação fiscal da dedutibilidade do juro suplementar, parcela do encargo financeiro total com maior peso. De facto, apesar de o juro suplementar depender da existência e do montante dos resultados da empresa, assemelhando-se assim à uma distribuição de lucros, deve ser tratado como juro e não como dividendo. É o que resulta da contabilidade, da lei fiscal nacional e do tratamento fiscal internacional que é dado a estas obrigações.

Assim, a nível nacional, partindo a lei fiscal da contabilidade, que trata as obrigações participantes como dívida, e por conseguinte o juro suplementar como juro e não como dividendo, e não havendo norma reclassificatória nacional que determine a tributação do juro suplementar enquanto dividendo e não enquanto juro, o juro suplementar é aceite fiscalmente como custo dedutível, desde que respeitados certos requisitos gerais.

É tratado como juro também a nível comunitário, sendo aplicável a Directiva dos Juros e Royalties aos rendimentos de créditos que confirmam o direito à participação nos lucros do devedor. A Directiva prevê a possibilidade de os Estados-membros proibirem a aplicação da Directiva a esse tipo de créditos. No entanto, Portugal não prevê essa proibição.

O juro suplementar é igualmente tratado como juro a nível internacional, designadamente ao nível das CDT, que são celebradas ao abrigo da Convenção Modelo de OCDE, o que resulta dos artigos 11.º, número 3, e 10.º, número 3, que devem ser lidos em conjunto, no sentido de que derivando esses juros de crédito e não possuindo os subscritores nenhuma *corporate right* na sociedade emitente, esse tipo de juros serão classificados como juros (artigo 11.º) e não como dividendos (artigo 10.º).

Ademais, consideramos que o financiamento por meio destas obrigações não deverá ser considerado planeamento fiscal abusivo, não devendo o juro suplementar ser reclassificado por aplicação da cláusula geral anti-abuso. O financiamento por meio de obrigações participantes, *de per si*, não consubstancia uma utilização de um negócio jurídico artificioso, com abuso da forma jurídica consagrada pelo legislador e com o único ou principal objectivo de minimização da carga fiscal.

Por outro lado, o financiamento por meio destas obrigações pode conduzir a uma rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e um preço por acção (EPS) mais baixos em comparação com o ROE e o EPS conseguidos em caso de financiamento por meio de outro tipo de empréstimo.

Não obstante, perante a quebra na liquidez das instituições financeiras portuguesas e a recessão dos mercados, sentida a nível nacional e internacional, as vantagens que estas obrigações apresentam poderão sobrepor-se à essas desvantagens. Deste modo a empresa emitente de obrigações com juro suplementar dependente dos lucros pode (i) beneficiar de um instrumento flexível, que se adapta às flutuações dos seus resultados; (ii) reduzir o custo efectivo de financiamento; e (iii) reduzir a possibilidade de existência de dificuldades financeiras (*financial distress*) para fazer face ao serviço de dívida fixo que é de menor montante.

A questão que permanece em aberto é a resposta dos potenciais subscritores à emissão no mercado deste tipo de instrumento financeiro. Consideramos que, à partida, os investidores estarão interessados em investir, ao subscrever este tipo de obrigações, em empresas com lucros estáveis. Pelo que, as empresas do sector conhecido como o sector das *utilities* poderão ser o respectivo alvo de interesse.

8. Bibliografia

Referências Bibliográficas

ALPALHÃO, Rui - *Instrumentos Híbridos de Financiamento e Acesso ao Mercado de ações*, Lisboa, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia, 1994

BAÇÃO, Pedro Miguel Avelino - *Inovação e Aplicações Financeiras em Portugal*, in Estudos do GEMF, n.º 9, Coimbra, Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, 1997,

BERNEGGER, Sabine - *Comparative Survey, Financing: A Global Survey of Thin Capitalization and Transfer Pricing Rules in 35 Selected Countries*, in International Transfer Pricing Journal, IBFD, Vol. 15, n.º 6, 2008, 332-334

BJORNHOLM, Nikolaj e THIERSEN, Inger Toft - *Denmark, New Danish Limitations on Interest Deductions*, European Taxation, Dezembro 2007, IBFD, p. 589-592

BREALEY, Richard A. / MYERS, Stewart C./ MARCUS, Alan J. - *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ª ed., Nova Yorque, McGraw-Hill Irwin, 2007

BRIGHAM, Eugene F. / HOUSTAN, Joel F. - *Fundamentals of Financial Management*, 12ª ed., Reino Unido, South-Western Cengage Learning, 2009

BUNDGAARD, Jakob - *Classification and Treatment of Hybrid Financial Instruments and Income Derived Therefrom under EU Corporate Tax Directives – Part 1*, in European Taxation 11/2010, Outubro 2010

CARAHER, David - *Comparative Survey, Financing: A Global Survey of Thin Capitalization and Transfer Pricing Rules in 35 Selected Countries*, in International Transfer Pricing Journal, IBFD, Vol. 15, n.º 6, 2008, 332-334

DIAS, António Silva - *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa, Quid Juris, 2002

DISTASO, Marcello e RUSSO, Raffaele - *The EC Interest and Royalties Directive – A Comment*, in European Taxation 4, 2004

DUNCAN, James A. - *Tax treatment of hybrid financial instruments in cross-border transactions*, General Report, in IFA, Cahiers de Droit Fiscal International, Vol. LXXXVa, Den Haag, 2000

EBERHARTINGER, Eva / SIX, Martin - *Taxation of Cross Border Hybrid Finance. A Legal Analysis*, in Discussion papers SFB International Tax Coordination, 27, WU Vienna University of Economics and Business, Vienna, 2007

- *National Tax Policy, the Directives and Hybrid Finance. Options for tax policy in the context of the treatment of Hybrid Financial Instruments in the Parent-Subsidiary Directive and the Interest and Royalties Directive*, Discussion Papers SFB International Tax Coordination, Vienna, WU Vienna University of Economics and Business, 2006, 16

ESTEVEES, Jaime Carvalho / DITHMER, Clara - *Da relevância do método da margem líquida da operação em sede de preços de transferência*, in “Preços de transferência – Casos Práticos, Coordenação GLÓRIA TEIXEIRA”, Porto, Vida Económica, 2006, pp. 215 – 273

GOMES, Fátima - *Obrigações convertíveis em acções*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 1999

GUINÉ, Orlando Vogler - *Financiamento das Sociedades por meio de valores mobiliários híbridos: entre as acções e as obrigações*, in I Congresso, Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, Maio 2011, p. 75-93

HELMINEM, Marjaana - *Classification of Cross-Border Payments on Hybrid Instruments*, IBFD Bulletin, 2004

- *The Dividend Concept in International Tax Law*, The Hague, 1999

LUND, Henrik e KORSGAARD, Carina Marie - *Comparative Survey, Financing: A Global Survey of Thin Capitalization and Transfer Pricing Rules in 35 Selected Countries*, in International Transfer Pricing Journal, IBFD, Vol. 15, n.º 6, 2008, 332-334

MORAIS, Rui Duarte - *Apontamentos ao Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas*, Coimbra, Almedina, 2009

N Partners Solutions, Unipessoal Lda. - *Estudo estratégico para a criação e concepção de mecanismos inovadores para reforço dos capitais próprios e permanentes das PME*, NERSANT, Associação Empresarial, Setembro 2011

OCDE - *Thin Capitalization*, in Issues in International Taxation, n.º 2, Paris, 1987, pp. 8-16

OMMESLAGHE, Pierre Van - *Capital and Securities of Marketable Share Companies*, IECI, vol. XIII, Nijhoff Publishers, Tubingen, 1990, pp. 117

PIRES, Florbela de Almeida - *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coordenação: António Menezes Cordeiro, Coimbra, Almedina Editora, 2009, pp. 885-895

PRATS, Francisco Alfredo García - *Qualification of Hybrid Financial Instruments in Tax Treaties*, Universitat de València

PINEDO, Anna - *Next Generation Hybrid Securities*, in Thomson/West Legalworks, Vol. 10, n.º 5, Estados Unidos da América, 2006

PricewaterHouceCoopers - *Manual of Accounting, Financial Instruments 2011*, CCH, Wolters Kluwer Business, Reino Unido, 2010

PEREIRA, Paulo Rosado - *O novo regime dos preços de transferência*, in *Fiscalidade*, n.º 5, 2001, pp. 32-38

PEREIRA, Manuel Henrique De Freitas - *Fiscalidade*, 3ªed., Coimbra, Almedina, 2010

RODRIGUES, João - *Sistema de Normalização Contabilística explicado*, 1ª ed., Porto Editora, 2009

SANCHES, J. L. Saldanha - *Manual de Direito Fiscal*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007

- *Os limites do Planeamento Fiscal, Substância e Forma no Direito Fiscal Português, Comunitário e Internacional*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006

- *As duas constituições – nos dez anos da cláusula geral anti-abuso*, in “Reestruturação de empresas e limites do planeamento fiscal”, Coimbra, Coimbra Editora, 2009

STEINHERR, Alfred - *The new European financial market place*, Longman, 1992

STOLOWY, Hervé / LEBAS, Michel J. / DING, Yuan - *Financial Accounting and Reporting. A Global Perspective*, 3ª ed., Reino Unido, South-Western Cengage Learning, 2010

TANEWSKI, George / FENECH, Jean-Pierre / FANG, Victor - *Debt-like vs Equity-like hybrids: The Australian security issuance dilemma*, Australia, Monash University, 2008

VOGEL, Klaus - *On double taxation conventions, A commentary to the OECD-, UN- and US Model Conventions for the Avoidance of Double Taxation on Income and Capital With particular reference to German Treaty practice*, 3ª ed., Reino Unido, Kluwer law international, 1996

WOOD, Richard - *The taxation of Hybrid Financial Arrangement*, reimp., in Canadian Tax Journal / Revue Fiscale Canadienne, 49-80, Vol. 47.º, n.º 1, 1999

Páginas da Internet

http://www.cnc.min-financas.pt/sitecnc_IAS2.htm

http://gemf.fe.uc.pt/workingpapers/pdf/1997/gemf97_9.pdf

<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/cfmmanual/CFM16625.htm>.

<http://www.docstoc.com/docs/48323188/Hybrid-securities-have-characteristics-of-both-debt-and-equity>

<http://www.ibdt.com.br/material/arquivos/Biblioteca/Francisco%20Alfredo%20Garcia%20Prats.pdf>

<http://www.mofo.com/files/Publication/7d143f9d-5daf-4516-8798-e04af8c96d05/Presentation/PublicationAttachment/c161e4d2-6773-4143-bf0c-e74ce0b9cce3/WSL10.pdf>

<http://www.nersant.pt/conteudos/departamento/10/File/Estudos-Sectoriais-para-o-Ribatejo/Mecanismos-Inovadores.pdf>

<http://www.docstoc.com/docs/48323188/Hybrid-securities-have-characteristics-of-both-debt-and-equity>

<http://www.ibdt.com.br/material/arquivos/Biblioteca/Francisco%20Alfredo%20Garcia%20Prats.pdf>

<http://www.mofo.com/files/Publication/7d143f9d-5daf-4516-8798-e04af8c96d05/Presentation/PublicationAttachment/c161e4d2-6773-4143-bf0c-e74ce0b9cce3/WSL10.pdf>

<http://www.treasury.gov.au/documents/196/PDF/round6.pdf>

http://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/convencoes_evitar_dupla_tributacao/convencoes_tabelas_doelib/

http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/479C17F1-84B8-45F8-8056-3B300425BAD/0/CDT_Modelo_OCDE.pdf

http://www.oecd.org/document/37/0,3746,en_2649_33747_1913957_1_1_1_1,00.html

http://en.wikipedia.org/wiki/Trade-off_theory_of_capital_structure