

## EMISSÃO DE DÍVIDA – UM NOVO REGIME FISCAL (IN)EXEQUÍVEL?

*HUGO MOREDO SANTOS / RICARDO SEABRA MOURA*

**Vieira de Almeida & Associados  
Sociedade de Advogados**

Este artigo pretende contribuir para um maior esclarecimento do regime jurídico-tributário aplicável aos rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública emitidos a partir do território Português. Neste sentido, a presente análise focalizou-se na recente problemática que envolve a emissão directa de valores mobiliários representativos de dívida a partir de território português quando integrados, liquidados e transferidos através de sistemas centralizados localizados num Estado-Membro nos quais tenha sede uma Entidade Gestora de Sistemas de Liquidação Internacional reconhecida por Despacho do Ministro de Estado e das Finanças.

This article aims to be a contribute to the clarification of the legal and tax regime applicable to income deriving from public and non public debt securities issued from the Portuguese territory. Therefore, the present analysis is focused in the recent interpretation issues whenever there is a debt securities issuance directly from the Portuguese territory to a centralized system of a managing entity of international clearing systems recognized by Dispatch of the Portuguese Minister of Finance

### *ÍNDICE:*

1 - Breve descrição do regime fiscal aplicável aos rendimentos dos valores mobiliários representativos de dívida auferidos por não residentes em território português; 2 – Valores mobiliários representativos de dívida abrangidos pelo Regime Especial; 3 – Problemática actual: Emissão de dívida colocada directamente junto de sistemas centralizados geridos por Entidade Gestora de Sistemas de Liquidação Internacional: (i) Os artigos em análise e os conceitos relevantes; (ii) As características típicas dos sistemas centralizados; (iii) Reconhecimento de sistemas de liquidação nos termos do Código dos Valores Mobiliários e sistemas centralizados admitidos; (iv) Espírito do legislador; (v) Directiva 69/335/CEE, de 17 de Julho de 1969; 4 - Conclusão

## **1 – Breve descrição do regime fiscal aplicável aos rendimentos dos valores mobiliários representativos de dívida auferidos por não residentes em território português**

Por regra, os rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida auferidos por não residentes encontram-se sujeitos a retenção na fonte, a título liberatório, à taxa de 20%, sem prejuízo da possibilidade de redução daquela taxa por aplicação de Acordos para Evitar a Dupla Tributação (adiante ADTs) celebrados entre o Estado da entidade emitente e o Estado de residência do beneficiário dos rendimentos, contanto que sejam cumpridos os demais requisitos de prova exigidos pela Lei fiscal portuguesa para beneficiar das reduções de taxa ao abrigo dos ADTs.

Neste capítulo, cumpre igualmente referir o Decreto-Lei n.º 62/2005, de 11 Março, alterado pela Lei n.º 39-A/2005, de 29 de Julho, que transpõe para a ordem jurídica nacional a Directiva n.º 2003/48/CE, relativa à tributação dos rendimentos da poupança sob a forma de juros. Resumidamente, nos termos daquele diploma, os agentes pagadores residentes ou estabelecidos no território Português têm obrigação de disponibilizar à Administração Fiscal Portuguesa informações relativas ao pagamento de juros feitos a beneficiários efectivos pessoas singulares domiciliados noutros Estados Membros, incluindo, entre outras informações, a identidade e endereço do beneficiário efectivo e uma lista detalhada dos rendimentos pagos aos referidos beneficiários efectivos e abrangidos pela Directiva n.º 2003/48/CE. Adicionalmente, a Republica Portuguesa concluiu inúmeros acordos com territórios dependentes da União Europeia (e.g. a Ilha de Man, Jersey e Ilhas Caimão, etc) por forma a garantir a aplicação das condições estabelecidas na mencionada Directiva.

Ainda em matéria de imposto sobre o rendimento, o Decreto – Lei n.º 193/05, de 7 de Novembro (alterado pelo Decreto - Lei n.º 25/06, de 8 de Fevereiro), em vigor desde 1 de Janeiro de 2006, aprovou o Regime Especial de Tributação dos Rendimentos dos Valores Mobiliários Representativos de Dívida (adiante “Regime Especial”). Este Regime Especial prevê uma isenção automática de IRC e de IRS relativamente aos juros e demais rendimentos decorrentes de valores mobiliários representativos de dívida (incluindo as mais-valias), auferidos por beneficiários efectivos que, em território português, não tenham residência, sede, direcção efectiva ou estabelecimento estável ao qual os rendimentos possam ser imputáveis, que não sejam entidades residentes em país, território ou região com regimes de tributação privilegiada (países e territórios listados na Portaria n.º 150/2004, de 13 de Fevereiro) com

excepção dos respectivos bancos centrais e agências de natureza governamental, e que, a tratarem-se de pessoas colectivas, não sejam detidos, directa ou indirectamente, em mais de 20% por entidades residentes no território português (cfr. artigos 4.º e 5.º do Regime Especial).

Como complemento ao Regime Especial, e como forma de tornar operacional o regime de isenção no mesmo consagrado, o Despacho n.º 4980/2006, de 30 de Janeiro de 2006, aprovou os formulários destinados a pedido de reembolso e à comprovação de isenção ou dispensa de retenção na fonte sobre rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida.

## **2 - Valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública abrangidos pelo Regime Especial**

O Regime Especial é aplicável aos valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública, incluindo as obrigações convertíveis em acções, independentemente da moeda em que essa dívida seja emitida, integrados em sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários e legislação complementar, incluindo o sistema centralizado gerido pelo Banco de Portugal. Contudo, encontram-se excluídos da aplicação do Regime Especial (*i.e.* não podem beneficiar da isenção de IRS/IRC no mesmo consagrada) os valores mobiliários de natureza monetária - com excepção dos Bilhetes de Tesouro -, dado serem títulos de dívida com elevada liquidez uma vez que o respectivo prazo de maturidade é inferior a 1 ano. Assim, relativamente aos rendimentos dos valores mobiliários representativos de dívida pública susceptíveis de beneficiarem do Regime Especial, salientamos apenas as Obrigações de Tesouro (cujo regime jurídico se encontra previsto no Decreto-Lei n.º 280/98, de 17 de Setembro) bem como os Bilhetes de Tesouro (cujo regime jurídico se encontra previsto no Decreto-Lei n.º 279/98, de 17 de Setembro com as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 91/2003, de 30 de Abril).

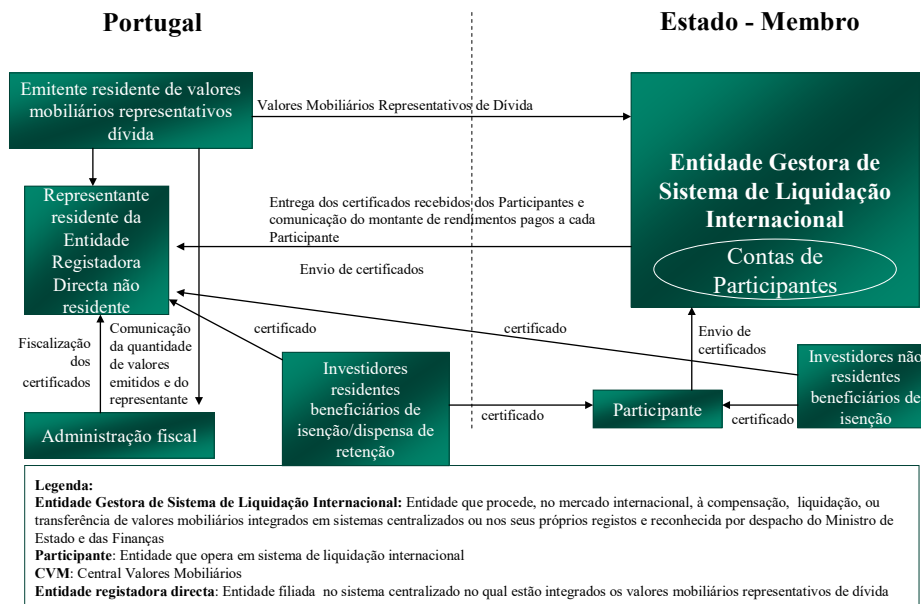
No tocante aos rendimentos de dívida não pública que beneficiam do Regime Especial, para além dos rendimentos das obrigações clássicas, salientamos ainda, pela sua relevância e actualidade, os provenientes das obrigações hipotecárias (cujo regime jurídico se encontra previsto no Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de Março). Já as obrigações titularizadas, emitidas no âmbito de operações de titularização de créditos, não podem beneficiar dos benefícios fiscais previstos no Regime Especial dado gozarem de um regime fiscal especial previsto no Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto.

### **3 - Problemática actual: Emissão de dívida colocada directamente junto de sistemas centralizados geridos por Entidade Gestora de Sistemas de Liquidação Internacional**

Actualmente, este Regime Especial tem levantado problemas interpretativos no que respeita à aplicação da isenção de IRS/IRC nos rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida emitidos directamente a partir de território Português e integrados em contas de liquidação domiciliadas junto de sistemas centralizados geridos por Entidade Gestora de Sistemas de Liquidação Internacional reconhecida por Despacho do Ministro de Estado e das Finanças, nos termos e para efeitos dos artigos 17.º e 3.º do Regime Especial. Efectivamente, têm-se suscitado algumas dúvidas quanto à aplicação prática deste Regime Especial, em particular quanto aos sistemas centralizados que não se encontram localizados no território português e que, como tal, alegadamente não são *reconhecidos* nos termos do Código dos Valores Mobiliários e legislação complementar, conforme dispõe o respectivo artigo 3º do Regime Especial.

De facto, o Regime Especial prevê um mecanismo específico de comprovação de isenção de IRS/IRC para quando os valores mobiliários, abrangidos nos termos daquele regime, estejam registados em conta mantida junto de entidade gestora de sistema de liquidação internacional. Sinteticamente, os procedimentos previstos no artigo 17.º do Regime Especial para os valores mobiliários representativos de dívida emitidos directamente a partir de território Português e integrados em sistemas centralizados geridos Entidades Gestoras de Sistema de Liquidação Internacional podem ser representados, *grosso modo*, pelo seguinte esquema:

## Emissão directa a partir de Portugal



Presentemente, têm-se suscitado dúvidas de aplicação do Regime Especial (e, conseqüentemente, do esquema *supra*) sempre que os valores mobiliários sejam apenas integrados nos sistemas centralizados das Entidades Gestoras de Sistemas de Liquidação Internacional reconhecidas por Despacho do Ministro de Estado e das Finanças. Assim, torna-se crucial apurar se para que o regime de isenção constante do Regime Especial possa ser aplicado é indispensável que os valores mobiliários em causa estejam integrados em sistema centralizado localizado em Portugal ou se, pelo contrário, os mesmos poderão estar integrados em sistemas centralizados localizados fora do território português, contanto que a Entidade Gestora de Sistemas de Liquidação Internacional relevante haja sido reconhecida como tal nos termos e para os efeitos previstos no Regime Especial.

Mas antes de apurar em que termos o regime de isenção pode ser aplicável, entendemos ser fundamental encetar uma tarefa prévia, a qual consiste em apurar os conceitos que são chamados a modelar esta matéria, as características típicas que os sistemas centralizados devem reunir, o modo de reconhecimento de sistemas de liquidação previstos no Código dos Valores Mobiliários, tudo sob a égide do espírito do legislador do Decreto-Lei n.º 193/2005, de 7 de Novembro. É o que procuraremos fazer nas alíneas seguintes.

### (i) Os artigos em análise e os conceitos relevantes

O artigo 3.º do Regime Especial dispõe que estão abrangidos por este regime fiscal “... *os valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública, incluindo as obrigações convertíveis em acções, independentemente da moeda em que essa dívida seja emitida, integrados em sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários e legislação complementar, incluindo o sistema centralizado gerido pelo Banco de Portugal*”.

Adicionalmente, e de acordo com o artigo 17.º do mesmo diploma, “*quando os valores mobiliários referidos no artigo 3.º estejam registados em conta mantida junto de entidade gestora de sistema de liquidação internacional e a mesma se comprometa, relativamente a esses valores mobiliários, a não prestar serviços de registo a residentes para efeitos fiscais em Portugal...*”, os respectivos rendimentos podem vir a beneficiar da isenção de IRS/IRC. Os artigos citados, e nomeadamente as expressões “... *integrados em sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários*”, constante do artigo 3.º, e “*conta mantida junto de entidade gestora de sistema de liquidação internacional*”, constante do artigo 17.º, apelam a conceitos que entendemos ser fundamental esclarecer. Assim, e em conformidade com o previsto no Código dos Valores Mobiliários:

- (a) “*sistema de liquidação*” significa a plataforma através da qual são executadas ordens de transferência de valores mobiliários entre **participantes** (e.g. instituições de crédito ou empresas de investimento) e **participantes especiais** (câmaras de compensação, contrapartes centrais e agentes de liquidação);
- (b) “*câmaras de compensação*” são instituições de crédito autorizadas a exercer actividade em Portugal ou **entidades gestoras de mercados regulamentados e de sistemas de liquidação** que têm como função calcular as posições líquidas dos participantes;
- (c) “*contrapartes centrais*” são instituições de crédito autorizadas a exercer actividade em Portugal ou **entidades gestoras de mercados regulamentados e de sistemas de liquidação** que têm como função actuar como contraparte exclusiva dos participantes do sistema, relativamente às ordens de transferência dadas por estes;
- (d) “*agentes de liquidação*” são instituições de crédito autorizadas a exercer actividade em Portugal ou **sistemas centralizados** de valores mobiliários que asseguram aos participantes e à contraparte central ou apenas a esta contas de liquidação através das quais são executadas ordens de transferência emitidas no âmbito do sistema.

Neste cenário, deve ainda ser notado que, de acordo com o previsto no artigo 269.º do Código dos Valores Mobiliários, e considerando as regras do sistema, “*o mesmo participante poderá actuar apenas como contraparte central, agente de liquidação ou câmara de compensação, ou exercer uma parte ou a totalidade dessas funções*”. Aqueles conceitos e esta regra não foram criados pelo legislador português, correspondendo antes à transposição para a ordem jurídica nacional do disposto na Directiva n.º 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Maio 1998 (“Directiva n.º 98/26/CE”). Ora, esta Directiva, igualmente transposta noutros Estados-Membros, procura precisamente assegurar que as legislações domésticas dos Estados-Membros obedecem a regras padronizadas alinhadas pelos mesmos princípios e linhas orientadoras, assim assegurando idêntico nível de transparência e segurança jurídica das transacções relativas a valores mobiliários, independentemente do Estado-Membro onde as mesmas tenham lugar.

## (ii) As características típicas dos sistemas centralizados

Nos citados artigos 3.º e 17.º é patente e, aliás, compreensível, a preocupação manifestada pelo legislador quanto à necessidade de assegurar que os valores mobiliários em causa se encontram integrados em sistema centralizado. Pelas suas características – nomeadamente no que respeita à funcionalidade, eficiência e rapidez no tratamento de informação –, os sistemas centralizados asseguram aos participantes no mercado um imprescindível nível de confiança no processamento das operações.

Contudo, nem todos os sistemas garantem o mesmo nível mínimo de excelência em matéria de operacionalidade, aspecto que é expressamente reconhecido pelo legislador. Na verdade, em lugar de abrir a porta à aplicação da isenção quando em causa estivesse um **qualquer** sistema centralizado, o Regime Especial prevê que as entidades gestoras dos sistemas de liquidação, nos quais os sistemas centralizados são participantes, sejam submetidas a reconhecimento prévio numa análise casuística sempre que não tenham sede em Portugal. Com esse regime, o Regime Especial garante a observância de dois princípios estruturantes do direito e, em particular, do direito financeiro e dos mercados de capitais: a não discriminação entre nacionais e estrangeiros desde que cumpridas regras mínimas comuns aplicáveis a uns e a outros; o escrutínio da competência em sede de processamento de operações em mercados de capitais.

Entre as muitas definições constantes da citada Directiva n.º 98/26/CE, é especialmente relevante a de “*sistema*”, uma vez que estabelece as orientações fundamentais que nos devem guiar nesta matéria: para efeitos da liquidação de operações envolvendo valores mobiliários, “*sistema*” pressupõe um conjunto de regras comuns e procedimentos padronizados para a execução de ordens de transferência entre os participantes, regulados pela legislação de um Estado-Membro escolhida pelos participantes e notificados à Comissão Europeia pelo Estado-Membro cuja legislação é aplicável, depois de esse Estado-Membro se ter certificado da adequação das regras do sistema. Da mesma forma que as orientações fundamentais constantes da definição de sistema foram acolhidas pelo Código dos Valores Mobiliários, foram igualmente acolhidas pelas legislações domésticas dos demais Estados-Membros através dos diplomas que transpuseram esta Directiva.

Assim, na nossa opinião, a expressão “... *integrados em sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários*” (cfr. artigo 3.º) pretende apenas garantir que os sistemas centralizados onde os valores mobiliários representativos de dívida estão integrados, mesmo que localizados no estrangeiro, prevêm e garantem regras e normas de bom funcionamento dos mercados idênticas às aplicáveis em Portugal, nomeadamente em termos de transparência e credibilidade. Tal “controlo de qualidade” é, nos termos do Regime Especial efectuado não através da análise do sistema centralizado em si mesmo, mas sim da Entidade Gestora do Sistema de Liquidação Internacional, enquanto entidade chave no processo de criação, manutenção e gestão de um sistema de liquidação que comporta, entre outros participantes, um sistema centralizado.

O reconhecimento de sistemas centralizados a funcionar no estrangeiro, *maxime* em países da União Europeia, decorre do disposto no artigo 60.º, alínea i) do Código dos Valores Mobiliários (sob a epígrafe “*regulamentação do sistema centralizado de valores mobiliários*”) que, em homenagem a um dos princípios a que foi feita referência *supra* – o da não discriminação entre nacionais e estrangeiros desde que cumpridas regras mínimas comuns –, estabelece que a CMVM deve elaborar “*os regulamentos necessários à concretização e ao desenvolvimento das disposições relativas aos valores mobiliários escriturais e titulados integrados em sistema centralizado, ouvidas as entidades gestoras, nomeadamente (...) quanto aos procedimentos a adoptar nas relações operacionais entre sistemas centralizados a funcionar em Portugal ou no estrangeiro*” (sublinhado nosso). Esta redacção admite expressamente a existência e reconhecimento de sistemas centralizados a funcionar no estrangeiro, o que é compreensível na medida em os valores mobiliários – enquanto instrumentos aos quais a



negociabilidade é uma característica típica – terão maior liquidez e valor quanto maior for o leque de potenciais investidores nos mesmos, o que se encontra directamente ligado aos mercados em que os valores mobiliários estão admitidos à negociação.

Outra interpretação não se afigura admissível, dado que o artigo 2.º alínea d) do Regime Especial expressamente estabelece que as Entidades Gestoras de Sistemas de Liquidação Internacional (para efeitos da aplicação dos artigos 17.º e 3.º daquele diploma) apenas serão reconhecidas após uma análise casuística por parte do Ministro de Estado e das Finanças. Tal análise casuística visa impedir o reconhecimento automático e acrítico de sistemas que, mesmo sendo centralizados, poderiam não evidenciar níveis de credibilidade e transparência semelhantes àqueles que são exigíveis aos sistemas centralizados a funcionar em Portugal e noutros Estados-Membros.

A razão que justifica a exclusão de semelhantes sistemas centralizados do âmbito daqueles nos quais poderão ser integrados valores mobiliários que pretendam beneficiar do regime constante do Regime Especial é o desigual tratamento que os mesmos devem merecer, por não revestirem características assimiláveis às que se exigem aos sistemas centralizados localizados em Portugal. Esse mesmo raciocínio – apoiado no primado da igualdade de tratamento, que manda tratar de forma igual o que é igual e de forma diferente o que é diferente – obrigará, por identidade de razão, o reconhecimento dos sistemas centralizados que, mesmo não estando localizados em Portugal, estão localizados em países (*maxime* Estados-Membros) cujas regras implicam que esses sistemas centralizados tenham características semelhantes às dos sistemas centralizados que funcionam e são reconhecidos em Portugal.

### **(iii) Reconhecimento de sistemas de liquidação nos termos do Código dos Valores Mobiliários e sistemas centralizados admitidos**

Recorde-se a redacção do artigo 3.º: “*os valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública, incluindo as obrigações convertíveis em acções, independentemente da moeda em que essa dívida seja emitida, integrados em sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários e legislação complementar, incluindo o sistema centralizado gerido pelo Banco de Portugal*”.

Embora este artigo indicie que os sistemas centralizados são “*reconhecidos nos termos do Código dos Valores Mobiliários*”, tal não corresponde, com rigor, àquilo que se mostra previsto naquele código: reconhecidos nos termos do Código dos Valores Mobiliários, através de registo efectuado na CMVM, são os “*sistemas de liquidação*” (cfr. artigo 271.º, n.º 1 e artigo 273.º, n.º 1, alínea (a) do Código dos Valores Mobiliários). Conforme explicado *supra*, os “*sistemas centralizados*” são “*agentes de liquidação*”, ou seja, participantes num “*sistema de liquidação*”, não estando previstas regras quanto ao respectivo reconhecimento (cfr. 267.º do Código dos Valores Mobiliários), pelo que a referência a “*reconhecidos nos termos do Código dos Valores Mobiliários*” não poderá ser entendida num sentido técnico, nomeadamente para os efeitos previstos do artigo 271.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários.

Isto porquanto, como atrás demonstrado, “*sistema centralizado*” e “*sistema de liquidação*” não são sinónimos, sendo estes “reconhecíveis” nos termos previstos no Código dos Valores Mobiliários e aqueles não. Assim, entendemos que a referência a “*sistema centralizado reconhecido nos termos do Código dos Valores Mobiliários*” se refere às características que esse mesmo “*sistema centralizado*” deve reunir e não a um acto formal de registo, o qual não se encontra previsto na lei.

Em Portugal como nos demais Estados-Membros, o registo de um “*sistema de liquidação*” pressupõe o cumprimento de requisitos legalmente fixados, entre eles, a instrução do respectivo pedido de registo com o acordo celebrado entre os participantes e as regras aprovadas pela entidade gestora, pedido esse que será objecto de análise pela CMVM (cfr. artigo 272.º do Código dos Valores Mobiliários). Caso venha a ser deferido o respectivo pedido de registo, a CMVM deverá notificar a Comissão Europeia quanto ao reconhecimento do sistema de liquidação em causa, regra que decorre do previsto no artigo 10.º da Directiva 98/26/CE, cabendo à Comissão Europeia divulgar a lista de sistemas de liquidação que, ao abrigo do referido artigo 10.º da Directiva 98/26/CE, lhe foram notificados pelas autoridades de supervisão de cada Estado-Membro.

Assim, a simples referência na definição de “entidade gestora de sistema de liquidação internacional”, constante do artigo 2.º, alínea d), a sistemas centralizados sem circunscrever onde os mesmos se localizam – o que apenas poderá significar, quando comparada esta redacção com a escolhida para o artigo 3.º, que para este efeito a localização do sistema centralizado não releva –, possibilita a existência de sistemas localizados no estrangeiro para efeitos de aplicabilidade do regime de isenção previsto no artigo 3.º do diploma em apreço. Ora, a justificação para a paridade de tratamento entre

esses sistemas centralizados localizados no estrangeiro (em especial na União Europeia) e os sistemas centralizados localizados em Portugal, para efeitos do Regime Especial, é o facto de tanto uns como os outros obedecerem às mesmas regras harmonizadas – as que integram a Directiva n.º 98/26/CE.

Nem poderia ter sido de outra forma: a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, enquanto entidade que supervisiona e regula o mercado de valores mobiliários e a actividade de todos os agentes que nele actuam, reconhece às suas congéneres de outros Estados-Membros – igualmente vinculadas pelo disposto na Directiva n.º 98/26/CE – a autoridade e competência necessárias para o reconhecimento de entidades gestoras de sistemas de liquidação internacional. Tal reconhecimento, para efeitos do Regime Especial, apenas é justificável porque essas entidades gestoras de sistemas de liquidação internacional nos quais participam sistemas centralizados, garantem regras e normas de transparência e credibilidade idênticas às que são aplicadas em Portugal, mostrando-se, desta forma, adequadamente salvaguardada a protecção dos investidores.

#### **(iv) Espírito do legislador**

Adicionalmente, pensamos que a interpretação que vimos a defender é a única que se encontra em consonância com o espírito do legislador, o qual pretendeu fomentar o mercado de valores mobiliários representativos da dívida. Efectivamente, segundo o preâmbulo do Decreto-Lei em apreço, o regime especial de tributação dos rendimento de valores mobiliários representativos de dívida visa facilitar “*a captação de financiamento junto de investidores não residentes, sem no entanto prejudicar o combate aos abusos e à utilização de «paraísos fiscais», através da previsão de mecanismos que visam salvaguardar as situações de utilização indevida da isenção*”.

Nesta linha de entendimento, na nossa opinião, a intenção do legislador (que pretendeu dinamizar o mercado de capitais) abrange a emissão directa de obrigações a partir de Portugal, à semelhança do que sucede presentemente com o regime de titularização de créditos, sob pena de o legislador ter criado um diploma legal (com um regime fiscal favorável) inexecutável face às exigências do mercado de emissão de dívida e incompatível com o direito comunitário. Na verdade, não existe qualquer razão para o legislador pretender tratar de forma distinta a emissão e a respectiva colocação de valores mobiliários representativos de dívida e a emissão e colocação de obrigações titularizadas junto das Entidades Gestoras do Sistema de Liquidação Internacional (cfr. artigo 7.º n.º 2 do Decreto-lei n.º 219/2001, de 4

de Agosto). A este propósito, saliente-se que nos termos do regime jurídico e fiscal previsto na titularização de créditos é expressamente admitido e largamente praticado, pelos diversos agentes económicos, a emissão directa e colocação de obrigações titularizadas em contas apropriadas junto de entidades que participem em Sistemas de Liquidação Internacional.

**(v) Directiva 69/335/CEE, de 17 de Julho de 1969**

Por fim, cumpre ainda salientar que este entendimento é o único que se revela conforme como o previsto na Directiva 69/335/CEE, de 17 de Julho de 1969 (“Directiva 69/335/CEE”). Com vista a evitar situações discriminatórias, duplas tributações ou outras disparidades que dificultam a livre circulação de capitais no espaço comunitário e assegurar o cumprimento deste objectivo, a alínea b) do artigo 11.º Directiva 69/335/CEE proibiu a submissão a qualquer imposição (sob qualquer forma), dos *“empréstimos, incluindo os estatais, contraídos sob a forma de emissão de obrigações ou outros títulos negociáveis, independentemente de quem os emitiu, e todas as formalidades conexas, bem como a criação, emissão, admissão em bolsa, colocação em circulação ou negociação dessas obrigações ou de outros títulos negociáveis”*. Uma eventual interpretação no sentido de obrigar os valores mobiliários representativos de dívida a terem de estar integrados em sistemas centralizados nacionais, mesmo que sejam integrados, em simultâneo, em sistemas centralizados internacionais, poderá pôr em causa o eficiente funcionamento de mercado de capitais, criando medidas proteccionistas que imponham o pagamento de encargos adicionais (exigidos pelos diferentes sistemas centralizados), e derrogando o princípio da livre circulação de capitais.

**4 - Conclusão**

Atendendo ao anteriormente exposto, esta é a interpretação que, no nosso entender, deve ser observada e a única que se mostra em consonância com as definições e mecanismos previstos na legislação bancária e financeira, dado que as normas fiscais em causa empregam termos próprios desses ramos do direito (cfr. artigo 11.º da Lei Geral Tributária). Adicionalmente, esta parece ser a solução que

se revela compatível com a legislação comunitária aplicável bem como com a vontade do legislador, que visa dinamizar o mercado de valores mobiliários representativos de dívida e facilitar “*a captação de financiamento junto de investidores não residentes*”.

Em nossa opinião, nos termos e para efeitos dos artigos 17.º e 3.º do Regime Especial, os rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida emitidos directamente a partir de Portugal integrados, liquidados e transferidos através de sistemas centralizados localizados num Estado-Membro nos quais tenha sede uma Entidade Gestora de Sistemas de Liquidação Internacional reconhecida por Despacho do Ministro de Estado e das Finanças deveriam beneficiar da respectiva isenção de IRS/IRC, desde que observados os requisitos de prova legalmente exigidos.

Assim, o Regime Especial apenas se tornará um instrumento útil no contexto da preparação e montagem daquelas operações de emissão de dívida caso o seu propósito (“*a captação de financiamento junto de investidores não residentes*”) seja efectivamente alcançado sem custos adicionais face aos actualmente impostos, sob pena de o legislador ter criado um diploma legal (com um regime fiscal favorável) inexecutável faces às exigências de mercados de emissão de dívida e em dissonância com o direito comunitário podendo, conseqüentemente, levar os diversos agentes económicos a equacionar a utilização de outras estruturas financeiras as quais comportam emissões a partir de entidades sedeadas fora do território nacional.

Neste contexto, o esclarecimento célere desta questão revela-se fundamental para que os objectivos enunciados no preâmbulo do Regime Especial possam ser plenamente cumpridos e, assim, dinamizando o mercado de capitais nacional através da criação de um mecanismo eficiente de emissão de dívida, atractivo para os investidores nacionais e eficiente nas suas componentes técnicas.