

Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros

Financiamento de Sociedades e Planeamento Fiscal ⁽¹⁾

Alina Meriacre *

Este artigo debruça-se sobre um tipo de instrumento financeiro híbrido, designadamente as obrigações que oferecem ao credor, além dum juro periódico fixo, um juro suplementar dependente dos lucros realizados pela empresa emitente, conhecidas por obrigações participantes. Por seu turno, a empresa emitente apenas terá que pagar o juro suplementar na medida em que gere lucros. As obrigações participantes contêm, assim, tanto características de capital, como de passivo. Não obstante as vantagens inerentes de financiamento que este instrumento financeiro oferece, ele tem pouca expressão no mercado de capitais em Portugal. Deste modo, na breve análise que faremos tentaremos identificar as principais vantagens e problemas que este instrumento pode colocar ao nível de financiamento das sociedades. Neste contexto, este artigo apresenta uma breve análise deste instrumento financeiro sob a perspectiva do seu tratamento jurídico, contabilístico, fiscal e de financiamento de sociedades. Em concreto, procura-se saber se estas obrigações representam uma forma interessante de financiamento e de optimização fiscal. Faz ainda alusão ao tratamento destas obrigações a nível internacional, nomeadamente à luz das Directivas Comunitárias relativas ao regime fiscal aplicável às sociedades-mães e sociedades afiliadas de Estados-Membros diferentes e dos Juros e Royalties, bem como das Convenções para evitar a Dupla Tributação.

This article discuss a type of hybrid financial instruments, namely bonds which provides the lender for periodic interest and also for and additional interest contingent on the financial performance of the issuing company, known as profit participating bonds. In turn, the issuing company will have to pay the additional interest only to the extent that it generates profits. Thus, profit participating bonds contain features both of equity and debt. Despite the inherent advantages, the financial instrument in analysis does not have significant expression in the national financial market. In this context, the brief analysis that follows will try to identify the main advantages and problems that this financial instrument may raise at the level of companies' financing. In this context, this article aims to provide a brief analysis of this financial instrument from the point of view of its legal, accounting and tax treatment and corporate finance. More specifically, we seek to know whether these bonds represent an attractive form of companies' financing and tax optimization. Reference is also made to its treatment at the level of Parents-Subsidiary EU Directive and Interest / Royalty EU Directive, as well as of Double Tax Treaties.

(*) Licenciada em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

¹ Este artigo foi elaborado no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão organizado em conjunto pela Faculdade de Direito e pela Católica Lisbon School of Business & Economics da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, no ano lectivo 2010-2011. Ao Dr. João Taborda Da Gama e Dr. Franquelim Alves, pela contínua orientação, ao Dr. Manuel Anselmo Torres e Jorge Figueiredo, pelas preciosas contribuições, e ao Dr. Sérgio Vasques, pelo incentivo à publicação deste artigo.

ÍNDICE:

1 – Introdução; 2 – Instrumentos Financeiros Híbridos; 3 – Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros: Artigos 360.º e seguintes do CSC; 4 – Tratamento Contabilístico; 5 – Perspectiva financiamento de sociedades; 5.1. – Vantagens e Desvantagens; 5.1.1 – Vantagens; 5.1.2 – Desvantagens; 6 – Tratamento Fiscal; 6.1 – Enquadramento; 6.1.1 – Tributação dos juros das obrigações – regras gerais; 6.1.2 – Tributação dos dividendos – regras gerais; 6.1.3 – Tributação dos instrumentos financeiros híbridos; 6.2 – Tributação das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros; 6.2.1 – Dedução do Juro Suplmentar; 6.2.2 – Juro Suplementar à luz das Directivas Comunitárias e das Convenções de Dupla Tributação (CDT's); 7 – Planeamento Fiscal; 8 – Sociedades visadas; 9 – Conclusão.

1. Introdução

Âmbito do presente trabalho

O presente trabalho incide sobre um tipo de obrigações², 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 emitente³. 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 a taxa do 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 5.1.1, o custo dos capitais, *i.e.*, a taxa suportada pela empresa com o financiamento⁴ apenas aumenta quando o seu lucro se expande, compensando, assim, o acréscimo de encargos⁵. Ademais, a sociedade emitente, em caso de

² 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.

³ Art. 360.º e ss. do CSC.

⁴ Exemplos: taxa de juro paga aos obrigacionistas; taxa de juro contratada relativa a empréstimos bancários; percentagem paga como dividendos aos accionistas.

⁵ 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 em que aumenta o resultado líquido.

conjuntura desfavorável, apenas terá que suportar os encargos respeitantes ao 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 obrigações⁶”.

Perspectiva histórica

A criação das obrigações participantes teve como inspiração a preocupação de “atenuar os retornos negativos do investimento em títulos obrigacionistas que residem na circunstância de o crédito [...] ser insensível aos resultados positivos da actividade da empresa financiada”^{7 8}.

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[...]”⁹ 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 “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.”¹⁰ O Estado Português pretendeu dar uma resposta atractiva à dificuldade, por parte das empresas nacionalizadas / a nacionalizar, de se financiarem.

⁶ Cf. ANTÓNIO SILVA DIAS, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa, Quid Juris, 2002, p.73.

⁷ 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. 59.

⁸ Sublinhado nosso.

⁹ Cf. Decreto-lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto, preâmbulo.

¹⁰ Sublinhado nosso.

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 II¹¹, tendo sido previsto o desenvolvimento de um mecanismo por parte do IAPMEI¹² para fazer face às necessidades financeiras na subscrição das obrigações participantes, mecanismo que passou pela admissão ao acesso ao FGIF¹³. Esses incentivos conduziram ao aumento exponencial da emissão de obrigações participantes em 1993, 1994 e 1995^{14 15 16}.

O respectivo mecanismo acabou apenas por ser aplicado a obrigações participantes emitidas por PME¹⁷ ao longo do QCA¹⁸ II, não tendo sido alargada a sua aplicação no POE¹⁹, nem no QREN²⁰.

Desde então, a emissão deste tipo de obrigações não tem tido expressão no mercado financeiro português^{21 22}.

¹¹ Programa Estratégico de Dinamização e Modernização da Indústria Portuguesa.

¹² Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação.

¹³ Fundo de Garantia por parte das Instituições Financeiras.

¹⁴ Até então a emissão destas obrigações era pouco significativa.

¹⁵ 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>

¹⁶ 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 ações*, Lisboa, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia, 1994, p. 12.

¹⁷ Pequenas e Médias Empresas

¹⁸ Quadro Comunitário de Apoio.

¹⁹ Programa Operacional da Economia.

²⁰ Quadro de Referência Estratégico Nacional.

²¹ 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.

²² 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.

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 um “direito” que se aproxima do direito ao recebimento de dividendos pelos accionistas, 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 analisadas *infra* nos pontos 2 e 6.1.3.

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 6.2.1. 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 apenas se afiguram, de um ponto de vista fiscal,

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 causa sejam lançadas formalmente a curto prazo no mercado e testar a sua aplicação junto de empresas suas associadas. É um projecto apoiado e co-financiado pela União Europeia, programa QREN e COMPETE, Programa Operacional Factores de Competitividade.

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

como uma forma de financiamento atractiva, para o emitente, na medida em que esse encargo for tratado como custo dedutível.

O ponto fulcral deste trabalho reside na análise das obrigações participantes à luz do direito português.

Para o efeito, e tendo em conta que o sistema fiscal português parte da contabilidade, analisaremos o tratamento contabilístico destas obrigações²³.

Propomo-nos ainda analisar as obrigações participantes do ponto de vista do financiamento de sociedades, debruçando-nos sobre a forma de cálculo do juro suplementar, sobre as principais vantagens e desvantagens com que um gestor se poderá depôr 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.

De seguida, enunciaremos o tratamento fiscal que este tipo de instrumentos poderá receber a nível nacional, comunitário e internacional.

Determinada a dedutibilidade fiscal do juro suplementar coloca-se a questão de saber se e em que circunstâncias a utilização das obrigações participantes podem afigurar-se como uma forma interessante de planeamento fiscal das empresas, sem, além disso, se levantar, eventualmente, o problema do planeamento fiscal abusivo, questão que será abordada no ponto 7.

2. Instrumentos Financeiros Híbridos

As obrigações participantes possuem a maior parte das características das obrigações, não obstante admitirem um rendimento adicional, 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

²³ Cf. *infra* ponto 4.

²⁴ Cf. *infra* ponto 5.

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 ótimas 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 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 do 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 encontram-se enumeradas genericamente as seguintes:

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.

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. Podem levar a um menor custo do financiamento para a sociedade emitente³²;
5. Permitem contornar o problema de alavancagem 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;
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

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 TANESKI, 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 TANESKI, 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 TANESKI, JEAN-PIERRE FENECH e VICTOR FANG, *op. cit.*, pp. 2 e 9-11 e ALFRED STEINHERR, *idem*.

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

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.

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 bancário³⁹).

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 de 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 os juros podem ser fiscalmente dedutíveis, sendo, genericamente, o tratamento acolhido pela generalidade das ordens jurídicas, 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.

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.

⁴² Especialmente no caso de grupos de sociedades. *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.

3. Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros: Artigos 360.º e seguintes do CSC

O regime jurídico das obrigações, no geral, está regulado pelo CSC⁴⁴, nos seus artigos 348.º a 372.º-B, e o respectivo processo de emissão é regulado pelo CVM.

Em especial, no que diz respeito às regras gerais de emissão de obrigações em Portugal, cumpre realçar a regra do limite de emissão aplicável a todo o tipo de obrigações, estabelecida no artigo 349.º do CSC, segundo o qual “*As sociedades anónimas não podem emitir obrigações em montante que exceda o dobro dos seus capitais próprios*”⁴⁵, considerando a soma do preço de subscrição de todas as obrigações emitidas e não amortizadas.”^{46 47}

Relativamente às obrigações participantes, em particular, e em especial no que concerne às que, além dum juro fixo periódico, oferecem juro suplementar dependente dos lucros, temos que atender ao regime previsto no artigo 360.º, alínea a), parte final, do CSC⁴⁸. Este preceito consagra a possibilidade de emissão de obrigações que “*além de conferirem aos seus titulares o direito a um juro fixo, os habilitem a um juro suplementar (...) quer fixo quer dependente dos lucros realizados pela sociedade*”^{49 50}.

Trataremos neste trabalho das obrigações cujo juro suplementar depende dos lucros realizados pela sociedade.

⁴⁴ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro.

⁴⁵ Entende-se por capitais próprios o somatório do capital realizado, deduzidas as ações próprias, com as reservas, os resultados transitados e os ajustamentos de partes de capital em sociedades coligadas (Cf. art. 349.º, n.º 2 CSC).

⁴⁶ Nos termos do art. 349.º, n.º 1 na redacção da versão original do CSC, as obrigações emitidas não podiam exceder a importância igual ao capital realizado e existente. O que pode explicar, entre outras razões, a dificuldade por parte das empresas, no período pós-25 de Abril, tal como vimos *supra* no ponto 1, de conseguirem emitir obrigações deste tipo.

⁴⁷ Sublinhado nosso.

⁴⁸ 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.

⁴⁹ 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*, IEI, vol. XIII, Nijhoff Publishers, Tubingen, 1990, p. 117.

⁵⁰ Sublinhado nosso.

A forma através da qual vai ser determinado o montante do juro suplementar de cada ano é regulada no artigo 361.º do CSC, preceito que estabelece nas alíneas a) a d) do seu 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 a **(i)** uma percentagem fixa do lucro de cada exercício, independentemente do montante deste último e das oscilações que vai registar durante o período de vida do empréstimo; **(ii)** 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)** 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)** 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.* artigo 362.º, n.º 1, alínea e)).

Relativamente aos dois primeiros critérios enunciados *supra*, previstos nas alíneas a) e b) do artigo 362.º, n.º 1, o legislador estabeleceu o conteúdo mínimo que a deliberação de emissão deverá conter⁵¹. 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 do capital da sociedade, que são interessados residuais nos activos líquidos da empresa.

O CSC consagra a possibilidade de os destinatários da emissão poderem ser os próprios accionistas, conforme o artigo 362.º, n.º 2. 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

⁵¹ Relativamente à aplicação desta exigência de conteúdo mínimo da deliberação de emissão aos restantes critérios de fixação do juro suplementar, *vide* anotação de FLORBELA DE ALMEIDA PIRES, *in* Código das Sociedades Comerciais Anotado, Coordenação: António Menezes Cordeiro, Coimbra, Almedina Editora, 2009, pp. 892-893.

os próprios accionistas sejam subscritores deste tipo de obrigações poderá levantar eventualmente questões em sede fiscal, designadamente ao nível do planeamento fiscal, problema que será analisado *infra* no ponto 7.

Chegados aqui, uma especial atenção deverá ser concedida à questão do lucro a considerar na fixação e no apuramento do juro suplementar. Os respectivos critérios estão consagrados no artigo 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 artigo 361.º, consideramos que, salvo melhor opinião, carece de razão a não aplicação dessas regras igualmente às alíneas c) e d) do mesmo preceito. Isto porque, os critérios de fixação do juro suplementar enunciados nestas últimas alíneas não constituem 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 será determinado⁵².

Quando nos referimos ao lucro da empresa emitente, estamos a considerar o resultado líquido do exercício (lucro contabilístico). Adicionalmente, o CSC impõe, para efeitos de apuramento do juro suplementar, que sejam deduzidos ao resultado líquido assim apurado as importâncias a contabilizar na reserva legal ou reservas obrigatórias⁵³ 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 empresa emitente, do resultado líquido, e, assim, do montante do juro suplementar, através do aumento dos custos por meio do aumento de amortizações, ajustamento e provisões⁵⁴.

⁵² Vide neste sentido FLORBELA 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.

⁵³ Cf. art. 33.º, n.º 1, do CSC.

⁵⁴ Cf. FLORBELA DE ALMEIDA PIRES, *op. cit.*, p. 891.

No que diz respeito ao exercício económico a considerar, temos que conjugar os números 1 e 5 do artigo 362.º do CSC. 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 da emissão.

Pode ler-se no n.º 1 do artigo 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 artigo 362.º vem esclarecer esta questão, nos termos do qual o exercício a considerar é o exercício anterior. Esta solução surge como a mais razoável, tendo em conta que as contas do exercício, e assim a proposta de aplicação de resultados, são aprovadas na Assembleia Geral anual da sociedade na reunião que tem lugar no prazo de três meses a contar da data do encerramento do exercício⁵⁵⁵⁶, *i.e.*, já no exercício seguinte, e portanto, o cálculo e pagamento do juro suplementar terão lugar, naturalmente, no exercício seguinte ao do exercício cujo lucro será considerado para o efeito.

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

Ademais, no artigo 364.º encontram-se reguladas as regras relativas ao pagamento do juro suplementar. Assim, a emissão poderá estabelecer que o pagamento será realizado uma vez por ano ou mais vezes e separadamente ou em conjunto com o juro fixo⁵⁷. Mais ainda, prevê-se que, caso a amortização da obrigação ocorra antes da data de vencimento do juro suplementar, o respectivo titular não virá perdido o seu direito ao juro suplementar, se, claro, a sociedade apresentar lucros no exercício. A sociedade emitente terá que entregar ao titular da obrigação um documento que lhe permita exercer tal direito na data de vencimento do juro suplementar⁵⁸.

⁵⁵ 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.

⁵⁶ Cf. art. 376.º, n.º1, do CSC.

⁵⁷ Cf. art. 364.º, n.º1, do CSC.

⁵⁸ Cf. art. 364.º, n.º1, do CSC.

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

4. 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, deverá acolher-se o tratamento contabilístico⁵⁹.

Ora, enunciámos 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. Encontrando-nos perante um instrumento financeiro híbrido, como devemos contabilizar a obrigação participante? Ou, mais especificamente, como devemos contabilizar o juro suplementar? Como *interest* (instrumento de dívida) ou como *dividends distribution* (instrumento de capital)?

As normas internacionais de contabilidade, designadamente a IAS 32 (*Instrumentos financeiros: divulgação e apresentação*)⁶⁰ e a IAS 39 (*Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração*)⁶¹, transpostas para o sistema contabilístico nacional^{62 63 64 65}, representam dois standards contabilísticos mais importantes aplicáveis aos instrumentos financeiros.

⁵⁹ 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*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 2010, pp. 82-88 e J. L. SALDANHA SANCHES, *Manual de Direito Fiscal*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 371-383.

⁶⁰ Vide <http://www.cnc.min-financas.pt/sitecnc_IAS2.htm>

⁶¹ *Idem*

⁶² Através da NCRF (Norma Contabilística e de Relato Financeiro) 27.

⁶³ Em Portugal, actualmente, estão em vigor três situações, nomeadamente: (i) IAS/IFRS, obrigatórias para empresas cotadas; (ii) IAS/IFRS, optativas, para empresas não cotadas mas com certificação legal de contas; (iii) Sistema de Normalização Contabilística (SNC) para as restantes empresas.

⁶⁴ Para mais desenvolvimentos sobre a NCRF 27 vide JOÃO RODRIGUES, *op. cit.*, pp. 280-288.

⁶⁵ Sobre a aplicação do SNC e normas internacionais contabilísticas em Portugal vide JOÃO RODRIGUES, *op. cit.*, pp.12-29.

Olhemos com mais detalhe para a IAS 32.

Um dos objectivos desta norma contabilística consiste em estabelecer os princípios para a apresentação de instrumentos financeiros como Passivos Financeiros ou como instrumentos de Capital Próprio. A norma aplica-se à classificação de instrumentos financeiros e à classificação de juros e de dividendos na perspectiva do emitente.

De acordo com os parágrafos 35 e 36 da IAS 32 o tratamento dos pagamentos resultantes dos instrumentos financeiros utilizados depende do tratamento contabilístico que é aplicado ao instrumento principal.

“The treatment of interest, dividends, losses and gains in the income statement follows the classification of the related instrument”⁶⁶.

Regra geral, e de acordo com a Doutrina contabilística, quando nos deparamos com uma obrigação (*bond*), estamos perante um *financial liability* (passivo financeiro), em sentido estrito⁶⁷, 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 predefinidos⁶⁸, 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 *interests*.

Dúvidas poderão surgir relativamente ao juro suplementar dependente dos lucros realizados pela empresa emitente.

De facto, 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

⁶⁶ Cf. PricewaterhouseCoopers, *Manual of Accounting, Financial Instruments 2011*, CCH, Wolters Kluwer Business, Reino Unido, 2010, p. 1008.

⁶⁷ 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.

⁶⁸ *Idem*

instrumentos financeiros híbridos. “*Not all are either debt or equity. Some, known as compound instrument, contain elements of both in a single contract.*”^{69 70}.

Ora, de acordo com o preconizado na norma contabilística IAS 32, a classificação de um instrumento financeiro como Passivo Financeiro ou como instrumento de Capital Próprio deverá basear-se numa avaliação da substância dos acordos contratuais celebrados e das definições de passivo financeiro e de instrumento de capital próprio.

A própria norma define os dois conceitos mencionados. Com efeito, um passivo financeiro é qualquer passivo que seja (1) uma obrigação contratual (de entregar dinheiro ou outro activo financeiro a uma outra entidade⁷¹) ou (2) um contrato que será ou poderá ser liquidado nos instrumentos de Capital Próprio da própria entidade⁷².

Por sua vez, segundo esta norma, instrumento de Capital Próprio será um qualquer contrato que evidencie um interesse residual nos activos de uma entidade após dedução de todos os seus passivos.

Concretizando, segundo esta norma, uma característica crítica na diferenciação entre um Passivo Financeiro e um instrumento de Capital Próprio é a existência de uma obrigação contratual da entidade participante (emitente) em entregar dinheiro ou outro activo financeiro ao outro participante (detentor).

O parágrafo 15 da IAS 32 aplica, assim, o modelo da substância sobre a forma de modo a classificar o instrumento financeiro como instrumento de dívida ou como instrumento de capital. O teste principal consiste em analisar se o pagamento / reembolso está no poder discricionário / disponibilidade do emitente, caso em que o instrumento financeiro será classificado como instrumento de Capital Próprio.

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

⁷⁰ *Idem.*

⁷¹ Ou de trocar activos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições que sejam potencialmente desfavoráveis para a entidade.

⁷² E que seja um não derivado para o qual a entidade esteja ou possa estar obrigada a entregar um número variável de instrumentos de Capital Próprio da própria entidade ou um derivado que será ou poderá ser liquidado de forma diferente da troca de uma quantia fixa em dinheiro ou outro activo financeiro por um número fixo dos instrumentos de Capital Próprio da própria entidade. Para esta finalidade, os instrumentos de Capital Próprio da própria entidade não incluem instrumentos que sejam eles próprios contratos para futuro recebimento ou entrega dos instrumentos de Capital Próprio da própria entidade.

Caso contrário, na hipótese de o emitente ter uma obrigação contratual de pagar, tal obrigação é classificada como Passivo Financeiro⁷³.

Por outro lado, cumpre notar que de acordo com as normas internacionais de contabilidade aplicáveis enunciadas, alguns instrumentos financeiros híbridos (ditos compostos) devem ser divididos em duas componentes, dívida e capital, sendo de aplicar a cada uma das componentes o respectivo tratamento contabilístico adequado. É o chamado método de bifurcação⁷⁴.

Será que o mesmo tratamento deverá ser aplicado 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 / dividendos?

Ora, o método da bifurcação está previsto para os instrumentos híbridos cuja componente de dívida ou capital contenha a característica de derivado embutido^{75 76}.

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.

73 Por exemplo, as ações preferenciais.

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

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

76 Cf. PricewaterhouseCoopers, op. cit., p. 1008.

O método da bifurcação está, portanto, adequado para instrumentos convertíveis ou para os que estão indexados / dependentes do valor de outros activos (acção, por exemplo). Este tipo de instrumento deverá, deste modo, ser dividido em duas componentes⁷⁷:

- a) O contrato subjacente, activo ou passivo financeiro que possui as características de um instrumento financeiro clássico; e
- b) O “derivado embutido”, o qual poderá consistir:
 - i) no caso de convertíveis, na opção de conversão do instrumento em acção, ou
 - ii) no caso de instrumento dependente do valor de outro activo, num “contrato de diferenças” em que o montante a pagar pelo resgate estará dependente do aumento percentual ou queda no valor dos activos especificados durante a vida útil do título.

Ora, o que acontece, por exemplo, no caso das obrigações convertíveis, é que até ao momento da conversão⁷⁸ os juros pagos são contabilizados como dívida. No entanto, para além dos juros, existe uma parcela da obrigação que se justifica efectivamente ser contabilizada como *equity*, designadamente a opção de conversão (*call option*), em virtude de essa parcela permitir ao titular da opção adquirir efectivamente os direitos inerentes à detenção de acções do capital social da sociedade emitente das obrigações convertíveis⁷⁹, tornando-se também um dos detentores do capital social da sociedade emitente.

No caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros, pelo contrário, não existe derivado embutido com as características *supra* mencionadas. 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, à partida, um peso suficiente para classificar este último como distribuição de resultados / dividendos (*equity*). Com efeito, no caso das obrigações participantes, o respectivo titular nunca surge, por via de detenção

⁷⁷ E desde que: a) as características económicas e os riscos do derivado embutido não estiverem intimamente relacionados com as características económicas e os riscos do contrato de base; b) um instrumento separado com os mesmos termos que o derivado embutido satisfizesse a definição de um derivado; e c) o instrumento híbrido não foi mensurado pelo justo valor com as alterações no justo valor reconhecidos nos resultados.

⁷⁸ A partir do qual já não estaremos perante um híbrido, visto o obrigacionista tornar-se um verdadeiro detentor de capital.

⁷⁹ Para mais desenvolvimentos *vide* FÁTIMA GOMES, *op. cit.*, pp. 15, 21-24 e 28-29.

de obrigações participantes, na qualidade de detentor (potencial ou efectivo) do capital social da empresa emitente. O titular do juro suplementar, não obstante de alguma forma participar nos lucros da empresa, encontra-se sempre na posição de obrigacionista⁸⁰.

Pelo que, concluímos que a contabilização através do método da bifurcação não abrange as obrigações participantes objecto de análise do presente trabalho.

Deste modo, aquando da qualificação das obrigações participantes, devemos atender aos princípios contabilísticos gerais consagrados e às regras de contabilização enunciadas na IAS 32.

Assim, segundo o princípio da representação fidedigna da informação contabilística⁸¹, e em especial segundo o princípio da substância sobre a forma, a informação deverá reflectir a substância económica das transacções.

*“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.”*⁸² Este critério de contabilização é igualmente defendido pelo autor João Rodrigues⁸³ *“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.”*

A própria IAS 32 apresenta o exemplo das acções preferenciais (remíveis), no sentido de serem instrumentos que combinam características associadas a instrumentos de Capital Próprio com características associadas a Passivos Financeiros. A norma esclarece que uma acção preferencial que proporcione remição numa data predeterminada ou de acordo com a opção do detentor, contém um passivo financeiro porque o emitente tem uma obrigação de transferir activos financeiros para o detentor da acção⁸⁴. A decisão de remir as acções não se encontra na vontade da sociedade detentora das acções.

⁸⁰ Caso em que o subscritor não é o próprio sócio / accionista.

⁸¹ Cf. HERVÉ STOLOWY, MICHEL J. LEBAS, YUAN DING , *op. cit.*, pp. 29, 132-133 e 136-138 e PricewaterhouseCoopers, *op. cit.*, p.1007.

⁸² Cf. PricewaterhouseCoopers , *idem*.

⁸³ Cf. JOÃO RODRIGUES, *op. cit.*, p. 714.

⁸⁴ A potencial incapacidade de o emitente satisfazer uma obrigação de remir uma acção preferencial, quando for contratualmente obrigado a fazê-lo (seja devido à falta de fundos, à uma restrição estatutária ou a lucros insuficientes), não

Se a empresa tivesse essa opção, já não estaríamos perante um instrumento de Passivo Financeiro, mas sim perante um instrumento de Capital Próprio.

Um outro exemplo que podemos considerar são as prestações suplementares⁸⁵, que formalmente se apresentam como empréstimos celebrados, entre a sociedade e os seus sócios, mas que, em substância, são considerados instrumentos (complementares) de Capital Próprio, atendendo aos direitos específicos associados ao empréstimos, nomeadamente a característica de o seu reembolso estar dependente de deliberação dos accionistas, de acordo com o artigo 213.º, n.º 2, do CSC. Ou seja, o seu pagamento encontra-se na disponibilidade da sociedade, não tendo esta última uma obrigação presente de transferir activos financeiros para os accionistas. Neste caso, o reembolso das prestações suplementares depende unicamente da vontade da sociedade devedora.

Ora, não esclarecendo a IAS 32 qual o tratamento a aplicar às obrigações participantes, somos da opinião de que não existe obstáculo em aplicar o mesmo critério enunciado *supra* às obrigações com juro suplementar dependente dos lucros.

Ou seja, aquando da qualificação das obrigações participantes como Passivo Financeiro ou como instrumento de Capital Próprio, teremos que avaliar os direitos específicos associados à obrigação participante no sentido de determinar se ela exhibe ou não a característica fundamental de Passivo Financeiro.

Chegados aqui e tudo exposto acima, cumpre distinguir na nossa análise se estamos perante obrigações participantes subscritas pelos próprios accionistas da sociedade emitente ou não.

Deste modo, se estivermos perante subscritores investidores terceiros à sociedade (credores), a obrigação participante será em substância Passivo Financeiro e o juro suplementar deverá ser tratado como um juro, apesar de indexado aos lucros. O juro suplementar deverá ser qualificado como 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 empresa emitente, registando

nega a existência dessa obrigação.

⁸⁵ Cf. artigos 210.º a 213.º do CSC, aplicáveis, segundo Doutrina jurídica maioritária igualmente às sociedade anónimas.

efectivamente lucro no exercício em causa, e dentro dos critérios pré-definidos de relação entre o juro e o lucro que enunciámos *supra* no ponto 3, não tem a possibilidade de deliberar o pagamento do juro suplementar ou não, tendo a obrigação de o fazer. Pelo que, não pertencendo à sociedade emitente da obrigação participante o controlo sobre a decisão de pagamento do juro suplementar, deverá este último ser qualificado como passivo⁸⁶.

O juro suplementar deverá, por conseguinte, ser contabilizado no balanço da entidade emitente 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 será conhecido aquando da aprovação das contas, a realizar no exercício económico *n*. Será, no entanto, contabilizada apenas uma estimativa. Caso, a final, a estimativa apurada não for igual ao montante do juro efectivamente pago, deverá ser feita, posteriormente, 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.

Caso, pelo contrário, estivermos perante obrigações participantes subscritas pelos accionistas da sociedade, e atendendo às especificidades do contrato celebrado entre a sociedade e o accionista subscritor, a obrigação participante poderá adquirir a característica de instrumento complementar de Capital Próprio. Caso os accionistas (mais especificamente os accionistas maioritários) tenham a possibilidade de, com a aprovação das contas, deliberar o pagamento ou não do juro suplementar, este último deverá, de acordo com o critério consagrado na IAS 32 analisado acima, ser classificado como dividendo distribuído para estes accionistas.

Em suma, a classificação do instrumento dependerá dos direitos especificados no contrato de empréstimo associados à obrigação subscrita, que poderão aproximar as obrigações participantes tanto dos termos de um contrato de suprimentos, regulado nos artigos 243.º a 245.º do CSC, (tratado como passivo financeiro), como dos termos de um contrato de realização de prestações suplementares (tratado como instrumento complementar de Capital Próprio). No primeiro caso o reembolso da dívida não depende de deliberação dos accionistas, pelo que a sociedade tem a obrigação de liquidar o crédito perante os accionistas credores; no segundo caso, pelo contrário, o seu reembolso está dependente de

⁸⁶ Conta SNC 6918 (Gastos e Perdas de Financiamento – Juros Suportados – Outros Juros).

deliberação prévia, pelo que o pagamento por parte da empresa emitente constitui uma opção e não uma obrigação.

5. Perspectiva financiamento de sociedades

Neste capítulo propomo-nos mostrar, ainda que de forma simplificada, a forma de cálculo do juro suplementar e, ainda, 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 última⁸⁷, maximizando o valor accionista (*shareholder value*)⁸⁸. 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.

Antes de mais, vejamos alguns exemplos⁸⁹ 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.* artigo 361.º, n.º 1, alíneas a) e b), do CSC).

Exemplo 1

➤ Juro suplementar correspondente a 20% do Resultado Líquido (RL)

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 100.000,00 €⁹⁰,

⁸⁷ 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.

⁸⁸ 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.

⁸⁹ Para simplificar, consideramos que o RO (resultados operacionais) é o mesmo nos 5 anos e que a empresa não tem encargos com depreciações, amortizações e provisões.

⁹⁰ 20.000 obrigações ao valor nominal de 5 €, valor facial inscrito no título que, regra geral, é praticado.

prazo de maturidade de 5 anos⁹¹, com juro periódico pago anualmente à taxa de 3,5%^{92 93} e juro suplementar de 20% do RL, conforme artigo 361.º, n.º 1, alínea a), do CSC.

Em primeiro lugar, deverá proceder-se ao cálculo da estimativa do juro suplementar a pagar. Vejamos:

Cálculo da estimativa do Juro Suplementar (JS):

| | Dez.'12 | Dez.'13 | Dez.'14 | Dez.'15 | Dez.'16 |
|----------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------------|----------|
| RO *1 | 1.000.000 | 500.000 | 200.000 | -50.000 | -100.000 |
| Juros *2 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 996.500 | 496.500 | 196.500 | -53.500 | -103.500 |
| IRC (25%) | 249.125 | 124.125 | 49.125 | -13.375 ⁹⁴ | -25.875 |
| RL *3 | 747.375 | 372.375 | 147.375 | -40.125 | -77.625 |
| Estimativa JS | 149.475 | 74.475 | 29.475 | 0 | 0 |

*1 – Resultado Operacional; *2 – Juro periódico à taxa de 3,5%; *3 – Lucro a considerar para efeitos de cálculo do montante da estimativa do juro suplementar (Cf. artigo 360.º e 361.º do CSC);

AB terá que pagar juro suplementar sempre que apresentar RL do exercício positivo, independentemente do valor deste último. Assim, como nos exercícios de 2015 e 2016, o RL é negativo, a empresa terá apenas que suportar o juro periódico⁹⁵.

Cumpra realçar que, aquando do fecho das contas do exercício⁹⁶, devemos incluir a estimativa do juro suplementar no cálculo do RL do ano, de modo a determinar o “verdadeiro” RL ao qual o obrigacionista subscritor tem direito, *i.e.*, valor sobre o qual será aplicada a taxa de 20% de juro suplementar estabelecida no contrato de emissão das obrigações.

⁹¹ Maturidade média praticada no mercado neste tipo de financiamento.

⁹² 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*.

⁹³ Como vimos, os juros periódicos das obrigações com juro suplementar têm uma taxa mais baixa do que a taxa praticada nas obrigações clássicas.

⁹⁴ Efeito fiscal negativo do exercício, *i.e.*, no futuro a Empresa poderá recuperar o imposto, dentro de determinados requisitos, através da dedução dos prejuízos fiscais registados aos lucros tributáveis.

⁹⁵ A pagar (*i.e.*, sai da conta SNC de caixa) no exercício *n*.

⁹⁶ Que, de acordo com a lei, regra geral, deverá ter lugar até ao final do mês de Março do exercício seguinte ao do período de tributação em análise.

Isto porque, caso não determinássemos e não incluíssemos a estimativa do JS aquando do apuramento do RL do ano, a taxa de 20% incidiria sobre um valor de um resultado líquido que não tivesse na verdade em consideração o valor total dos encargos financeiros do ano, e o juro suplementar diz respeito ao exercício *n-1*, tal como vimos *supra* no ponto 3, devendo ser incluído no cálculo do valor total dos encargos financeiros do ano *n-1*.

Tudo exposto, caso não incluíssemos a estimativa do juro suplementar no cálculo do RL do ano, aplicando a taxa de 20% sobre o RL assim obtido equivaleria ao cálculo de um dividendo a distribuir e não a um verdadeiro encargo financeiro.

| | Mar.'12 | 2012 | Mar.'13 | 2013 | Mar.'14 | 2014 | Mar.'15 | 2015 | Mar.'16 | 2016 |
|----------------|---------------|-----------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|----------|
| RO | 1.000.000 | 1.000.000 | 500.000 | 500.000 | 200.000 | 200.000 | -50.000 | -50.000 | -100.000 | -100.000 |
| Juros *1 | 152.975 | 130.554 | 77.975 | 66.804 | 32.975 | 28.554 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 847.025 | 869.446 | 422.025 | 433.196 | 167.025 | 171.446 | -53.500 | -53.500 | -103.500 | -103.500 |
| IRC (25%) | 211.756 | 217.362 | 105.506 | 108.299 | 41.756 | 42.862 | -13.375 | -13.375 | -25.875 | -25.875 |
| RL | 635.269 *2 | 652.085 | 316.519 *2 | 324.897 | 125.269 *2 | 128.585 | -40.125 *2 | -40.125 | -77.625 *2 | -77.625 |
| JS efectivo *3 | 127.054 | | 63.304 | | 25.054 | | 0 *4 | | 0 *4 | |

*1 – Total dos encargos anuais com os juros (Juro periódico à taxa de 3,5% mais a estimativa do juro suplementar (calculado na tabela *supra*)) ; *2 – O RL ao qual o obrigacionista tem “direito”, *i.e.*, sobre o qual incidirá a taxa de 20% do JS a pagar ao subscritor; *3 – O juro suplementar que será pago (*i.e.*, sairá da caixa) ao obrigacionista subscritor no ano *n*; *4 – Sendo o RL negativo (*2), a empresa AB não tem que suportar qualquer pagamento de juro suplementar.

Exemplo 2

➤ Juro suplementar correspondente a 20% do RL que ultrapasse 200.000,00 €

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 artigo 361.º, n.º 1, alínea b), do CSC.

De igual modo, tal como vimos no Exemplo 1, procedemos, antes de mais ao cálculo da estimativa do Juro Suplementar (JS):

| | Dez.'12 | Dez.'13 | Dez.'14 | Dez.'15 | Dez.'16 |
|----------------------|----------------|---------------|----------|----------|----------|
| RO | 1.000.000 | 500.000 | 200.000 | 100.000 | 50.000 |
| Juros | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 996.500 | 496.500 | 196.500 | 96.500 | 46.500 |
| IRC (25%) | 249.125 | 124.125 | 49.125 | 24.125 | 11.625 |
| RL | 747.375 | 372.375 | 147.375 | 72.375 | 34.875 |
| RL* | 547.375 | 172.375 | -52.625 | -127.625 | -165.125 |
| Estimativa JS | 109.475 | 34.475 | 0 | 0 | 0 |

* RL que ultrapassa o limite de 200.000,00 €

Assim, o JS a pagar efectivamente ao obrigacionista subscritor será igual a:

| | Mar.'12 | <u>2012</u> | Mar.'13 | <u>2013</u> | Mar.'14 | <u>2014</u> | Mar.'15 | <u>2015</u> | Mar.'16 | <u>2016</u> |
|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RO | 1.000.000 | 1.000.000 | 500.000 | 500.000 | 200.000 | 200.000 | 100.000 | 100.000 | 50.000 | 50.000 |
| Juros | 112.975 | 96.554 | 37.975 | 32.804 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 887.025 | 903.446 | 462.025 | 467.196 | 196.500 | 196.500 | 96.500 | 96.500 | 46.500 | 46.500 |
| IRC (25%) | 221.756 | 225.862 | 115.506 | 116.799 | 49.125 | 49.125 | 24.125 | 24.125 | 11.625 | 11.625 |
| RL | 665.269 | 677.585 | 346.519 | 350.397 | 147.375 | 147.375 | 72.375 | 72.375 | 34.875 | 34.875 |
| RL* | 465.269 | | 146.519 | | | | | | | |
| JS efetivo | 93.054 | | 29.304 | | 0 | | 0 | | 0 | |

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 as empresas efectivamente beneficiam 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 accionistas⁹⁷. 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)⁹⁸, 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 fiscais⁹⁹. A dedução fiscal aumenta o resultado total que pode ser distribuído aos obrigacionistas e aos accionistas (*Cf.* Quadro *infra*).

| | Capital | Capital+Dívida |
|--------------------------------|---------------|----------------|
| RO | 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

⁹⁷ 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.

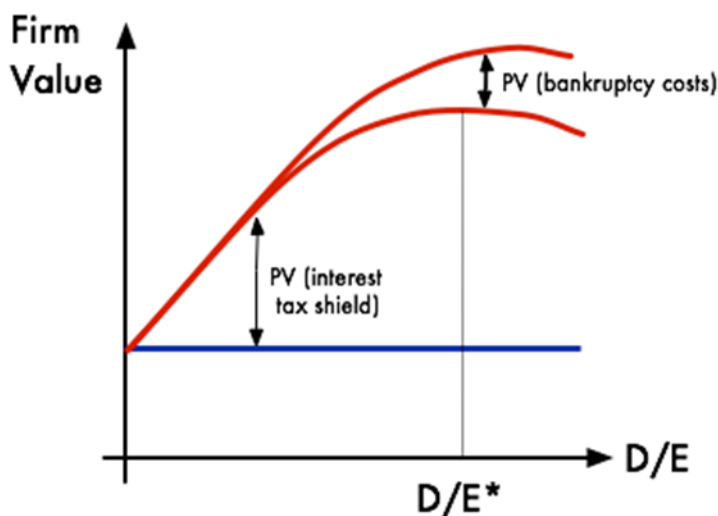
⁹⁸ *Cf.* RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 445-461; EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, pp. 435-437.

⁹⁹ *Cf.* RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, p. 471.

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 financeiras”¹⁰⁰.

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, encontra-se desenvolvida uma teoria, a chamada *Trade-off Theory*¹⁰¹, 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 gráfico que segue¹⁰²:



Segundo esta teoria, no início, a empresa não deverá ter receio em endividar-se ainda mais, em virtude de (i) o valor actual dos benefícios fiscais aumentar à 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 à empresa endividar-se, atento o nível dos custos das tensões financeiras aumentar

¹⁰⁰ Cf. RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS, ALAN J. MARCUS, *op. cit.*, pp. 469-497.

¹⁰¹ Cf. EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, p. 438.

¹⁰² V. <http://en.wikipedia.org/wiki/Trade-off_theory_of_capital_structure>.

significamente. 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 assim o pretender, endividar-se ainda mais, caso a empresa opte por financiar-se por meio de obrigações com juro suplementar.

Como afirmam BRIGHAM e HOUSTON¹⁰³, 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 exemplos *infra*¹⁰⁴, em que AB apresenta prejuízos nos primeiros 3 anos.

Exemplo 3

➤ Obrigações com juro suplementar:

Cálculo da estimativa do Juro Suplementar (JS):

| | Dez.'12 | Dez.'13 | Dez.'14 | Dez.'15 | Dez.'16 |
|----------------------|----------|----------|----------|------------|--------------|
| RO | -100.000 | -70.000 | -50.000 | 10.000 | 50.000 |
| Juros | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | -103.500 | -73.500 | -53.500 | 6.500 | 46.500 |
| IRC (25%) | -25.875 | -18.375 | -13.375 | 1.625 | 11.625 |
| RL | -77.625 | -55.125 | -40.125 | 4.875 | 34.875 |
| Estimativa JS | 0 | 0 | 0 | 975 | 6.975 |

¹⁰³ Cf. EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *op. cit.*, p. 439.

¹⁰⁴ Para simplificarmos, consideramos que o RO é o mesmo nos 5 anos e que a empresa não tem encargos com depreciações, amortizações e provisões.

Assim, o JS efectivo a pagar ao obrigacionista subscritor será igual a:

| | Mar.'12 | 2012 | Mar.'13 | 2013 | Mar.'14 | 2014 | Mar.'15 | 2015 | Mar.'16 | 2016 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| RO | -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 | 4.475 | 4.329 | 10.475 | 9.429 |
| RAI | -103.500 | -103.500 | -73.500 | -73.500 | -53.500 | -53.500 | 5.525 | 5.671 | 39.525 | 40.571 |
| IRC (25%) | -25.875 | -25.875 | -18.375 | -18.375 | -13.375 | -13.375 | 1.381 | 1.418 | 9.881 | 10.143 |
| RL | -77.625 | -77.625 | -55.125 | -55.125 | -40.125 | -40.125 | 4.144 | 4.253 | 29.644 | 30.428 |
| Juro efetivo | 0 | | 0 | | 0 | | 829 | | 5.929 | |

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 nos primeiros 3 anos, AB tem apenas que suportar, nesses exercícios, o pagamento do juro periódico, que ascende ao total de 3.500,00€ em cada exercício.

➤ **Empréstimo bancário:**

| | Mar.'12 | Mar.'13 | Mar.'14 | Mar.'15 | Mar.'16 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RO | -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.

➤ **Obrigações clássicas:**

| | Mar.'12 | Mar.'13 | Mar.'14 | Mar.'15 | Mar.'16 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RO | -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%¹⁰⁵. 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 credores¹⁰⁶ aumenta, 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) Efeito fiscal – poupança de imposto

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

Vejamos os seguintes exemplos, 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.

¹⁰⁵ Já vimos que nas obrigações clássicas o juro periódico é maior que o juro periódico pago numa obrigação com juro suplementar.

¹⁰⁶ Considerando a taxa do juro periódico, que é fixa, e a percentagem do RL que terá que entregar aos obrigacionistas, que é variável.

Exemplo 4

➤ Obrigações com juro suplementar:

Exemplo 4.1¹⁰⁷

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| RO | 1.000.000 | 500.000 | 200.000 | -50.000 | -100.000 |
| Juros | 130.554 | 66.804 | 28.554 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 869.446 | 433.196 | 171.446 | -53.500 | -103.500 |
| IRC (25%) | 217.362 | 108.299 | 42.862 | -13.375 | -25.875 |
| RL | 652.085 | 324.897 | 128.585 | -40.125 | -77.625 |
| Total fontes | 782.638 | 391.701 | 157.138 | -36.625 | -74.125 |

Exemplo 4.2¹⁰⁸

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| RO | 1.000.000 | 500.000 | 200.000 | 100.000 | 50.000 |
| Juros | 96.554 | 32.804 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 903.446 | 467.196 | 196.500 | 96.500 | 46.500 |
| IRC (25%) | 225.862 | 116.799 | 49.125 | 24.125 | 11.625 |
| RL | 677.585 | 350.397 | 147.375 | 72.375 | 34.875 |
| Total fontes | 774.138 | 383.201 | 150.875 | 75.875 | 38.375 |

➤ Empréstimo bancário:

| | Mar.'12 | Mar.'13 | Mar.'14 | Mar.'15 | Mar.'16 |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| RO | 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 |

¹⁰⁷ Partindo do Exemplo 1 *supra*.

¹⁰⁸ Partindo do Exemplo 2 *supra*.

Observamos que AB, financiando-se por meio de obrigações participantes, paga, no geral, menos IRC do que pagaria caso se financiasse por meio de empréstimo bancário:

| IRC (25%) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Ex. 4.1 | 217.362 | 108.299 | 42.862 | -13.375 | -25.875 |
| Ex.4.2. | 225.862 | 116.799 | 49.125 | 24.125 | 11.625 |
| Empréstimo bancário | 248.125 | 123.448 | 48.795 | 24.168 | 12.069 |

Por outro lado, financiando-se por meio de obrigações com juro suplementar, a dedução fiscal aumenta o resultado total que poderá 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. 4.1. | 782.638 | 391.701 | 157.138 | -36.625 | -74.125 |
| Ex.4.2. | 774.138 | 383.201 | 150.875 | 75.875 | 38.375 |
| Empréstimo bancário | 751.875 | 376.552 | 151.205 | 75.832 | 37.931 |

5.1.2 Desvantagens

a) Valor criado para o accionista

Para efeitos de cálculo do desempenho dos capitais investidos na empresa é utilizado o indicador¹⁰⁹, conhecido por rendibilidade dos capitais próprios ou ROE (*Return on Equity*)¹¹⁰, o qual indica o grau de eficiência da gestão dos investimentos realizados pelos detentores de capital (os accionistas). Permite classificar a empresa em termos de risco e rendibilidade do investimento realizado. Quanto maior o valor, melhor o desempenho da empresa a este nível.

¹⁰⁹ Designadamente ao nível das sociedades cotadas.

¹¹⁰ ROE = Resultado Líquido / Capital Social.

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 rentabilidade 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*)¹¹¹, na medida em que indica o montante que cada investidor está a ganhar por acção.

Propomo-nos neste ponto calcular e comparar o ROE e o EPS de uma empresa endividada¹¹², que se financia por meio de obrigações com juro suplementar¹¹³, e, em alternativa, por empréstimo bancário.

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 €¹¹⁴:

¹¹¹ EPS = Resultado Líquido / n.º de acções emitidas.

¹¹² Por cada ano da vida do empréstimo.

¹¹³ Aplicando os critérios estabelecidos no art. 361º, n.º 1, alíneas a) e b), do CSC.

¹¹⁴ 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 5

➤ Obrigações com juro suplementar

Exemplo 5.1¹¹⁵ - Obrigações com juro suplementar igual a 20% do RL do exercício:

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| RO | 1.000.000 | 500.000 | 200.000 | -50.000 | -100.000 |
| Juros | 130.554 | 66.804 | 28.554 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 869.446 | 433.196 | 171.446 | -53.500 | -103.500 |
| IRC (25%) | 217.362 | 108.299 | 42.862 | -13.375 | -25.875 |
| RL | 652.085 | 324.897 | 128.585 | -40.125 | -77.625 |
| ROE | 6,52 | 3,25 | 1,29 | -0,40 | -0,78 |
| EPS | 13,04 | 6,50 | 2,57 | -0,80 | -1,55 |

Exemplo 5.2¹¹⁶ - Obrigação com juro suplementar igual a 20% do RL que ultrapasse o limite de 200.000,00 €:

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| RO | 1.000.000 | 500.000 | 200.000 | 100.000 | 50.000 |
| Juros | 96.554 | 32.804 | 3.500 | 3.500 | 3.500 |
| RAI | 903.446 | 467.196 | 196.500 | 96.500 | 46.500 |
| IRC (25%) | 225.862 | 116.799 | 49.125 | 24.125 | 11.625 |
| RL | 677.585 | 350.397 | 147.375 | 72.375 | 34.875 |
| ROE | 6,78 | 3,50 | 1,47 | 0,72 | 0,35 |
| EPS | 13,55 | 7,01 | 2,95 | 1,45 | 0,70 |

➤ Empréstimo bancário:

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|---------------|
| RO | 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 |

¹¹⁵ Partindo do Exemplo 1 *supra*.

¹¹⁶ Partindo do Exemplo 2 *supra*.

Observamos que, no geral, a rentabilidade dos capitais próprios e o preço por acção nos Exemplos 5.1 e 5.2, *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.º 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, na maior parte dos casos, naturalmente, mais baixo nos exemplos 5.1 e 5.2, 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.

Devemos, não obstante, ter sempre em atenção que estes indicadores (ROE e EPS) apresentam-nos resultados do ponto de vista contabilístico¹¹⁷ e não de mercado. O indicador mais importante é o Preço (de mercado) por acção ($\text{Preço/acção} = \text{Valor de mercado do Capital Social} / \text{n.º de acções emitidas}$).

Por outro lado, e no que respeito ao indicador ROE, devemos ter em atenção que nem sempre aumentar o ROE significa aumentar o valor accionista. Isto porque, o ROE não toma em consideração o risco do negócio. Assim, o ROE até pode ser alto, mas se o projecto em causa apresentar um grau de risco menor, poderá apresentar para o accionista um valor maior. Por outro lado, a concentração dos gestores no ROE pode levar à rejeição de projectos mais rentáveis. Mais ainda, por vezes investir maior capital num dado

¹¹⁷ Cf. EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *Fundamentals of Financial Management, op. cit.*, p. 97.

projecto pode levar a um ROE menor, mas o valor criado para o accionista ser na realidade maior. Em suma, o ROE de um projecto deve ser combinado com a dimensão e o risco do projecto em causa para determinar o seu verdadeiro efeito no Preço por acção¹¹⁸.

b) Posição do subscritor e a questão das garantias

Com respeito ao obrigacionista subscritor, estamos perante um tipo de investimento que podemos classificar, em certa medida, pela sua inerente característica de participar nos lucros / no sucesso da sociedade emitente, de capital de risco¹¹⁹. Mas ao contrário da posição dos investidores de capital de risco¹²⁰, o obrigacionista participante não procura ocupar a posição de accionista e não perde, em princípio, todo o investimento, caso a empresa se revele não tão bem sucedida.

De qualquer forma, as obrigações participantes representam uma dívida subordinada à dívida chamada sénior. Ou seja, o pagamento do empréstimo obtido por via deste tipo de obrigações fica subordinado ao pagamento das dívidas contraídas pela sociedade emitente às quais foram associadas garantias, por exemplo, garantias bancárias. Não obstante, as obrigações participantes não ficam subordinadas ao pagamento das dívidas contraídas perante os próprios sócios / accionistas (por exemplo, o caso dos suprimentos).

Ou seja, as obrigações participantes qualificam como financiamento designado na gíria financeira internacional como *mezzanine financing*¹²¹. Este tipo de financiamento caracteriza-se por ser um híbrido de dívida e de capital, normalmente utilizado para financiar a expansão de empresas já constituídas, que oferece ao credor ou o direito de converter a dívida em acções da empresa ou a possibilidade de participar nos seus lucros.

¹¹⁸ Cf. EUGENE F. BRIGHAM e JOEL F. HOUSTAN, *Fundamentals of Financial Management, op. cit.*, pp. 107-108.

¹¹⁹ O Capital de Risco tem por finalidade financiar pequenas empresas, em início de actividade ou transformação e expansão, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, tendo por objectivo o sucesso empresarial e o lucro.

¹²⁰ O investidor de Capital de Risco encontra-se na mesma posição do accionista, participando dos sucessos e insucessos da empresa, assumindo-se como um verdadeiro parceiro de negócios, cuja recompensa é retirada dos ganhos decorrentes da alienação da participação ou desinvestimento.

¹²¹ V.< <http://www.investopedia.com/terms/m/mezzaninefinancing.asp#axzz2Gr40pwDS>>

Outra característica fundamental consiste no facto de o credor receber pouca ou, geralmente, nenhuma garantia por parte do mutuário em relação ao retorno do financiamento concedido.

Pelo que, em contrapartida, o credor deste tipo de financiamento procura ser remunerado a preços altos, *i.e.*, taxas de retorno altas e dependentes dos resultados da sociedade mutuária.

É o que precisamente acontece no caso do subscritor de obrigações participantes.

Deste modo, o investidor neste tipo de financiamentos procurará sociedades com potencialidade real de geração de *cash flow* suficiente para garantir o pagamento de um juro suplementar definido à uma taxa relativamente elevada e com referência ao resultado obtido pela sociedade emitente.

De qualquer forma, é expectável que este tipo de investimento seja atractivo para os investidores se forem prestadas garantias em relação à análise da potencialidade de rentabilidade e sucesso do negócio a financiar, e, se possível, ainda garantias de reembolso do capital investido e de pagamento do juro periódico.

Pelo que, a sociedade que procura financiamento por meio de *mezannine financing* deverá demonstrar por exemplo um histórico com uma boa reputação estabelecida no mercado, um histórico ou garantia de rentabilidade futura e expansão viável para o negócio (por exemplo: expansões ou aquisições realizadas; IPOs).

6. Tratamento Fiscal

6.1 Enquadramento

6.1.1 Tributação dos juros das obrigações¹²² - regras gerais

¹²² Vide também ANTÓNIO SILVA DIAS, *op. cit.*, pp. 289-295.

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 capitais¹²³.

Os juros ficam sujeitos à tributação desde o momento do seu vencimento, conforme artigo 7.º, números 1 e 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 28%, de acordo com o artigo 71.º, n.º 1, alínea b), do CIRS¹²⁴.

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 28%, segundo os artigos 22.º, n.º 3 e 71.º, n.º 1, alínea d), ambos do CIRS.

Caso os respectivos titulares sejam pessoas colectivas¹²⁵, 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 fonte¹²⁶, caso não sejam aplicáveis benefícios fiscais ou outras limitações¹²⁷, à taxa de 25%¹²⁸.

Caso os titulares obrigacionistas sejam não residentes, existem formas que permitem reduzir a taxa de 25% de retenção na fonte ou isentar os juros pagos de retenção na fonte, nomeadamente através da

¹²³ Cf. Ainda art. 5.º, n.º 1, alínea c), do CIRS.

¹²⁴ 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, números 6, alínea a) e 7, ambos do CIRS).

¹²⁵ Os juros recebidos entram no cálculo da matéria colectável da sociedade beneficiária (Cf. art. 20.º, n.º 1, alínea c), do CIRC).

¹²⁶ Cf. Artigos 3.º, 4.º, 20.º, 87.º e 101.º do CIRC.

¹²⁷ Não existe, por exemplo, 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.

¹²⁸ Art. 94.º, números 1, alínea c), e 4, do CIRC.

Directiva relativa a um regime fiscal comum aplicável aos pagamentos de juros e royalties¹²⁹ ¹³⁰ e das Convenções de Dupla Tributação (CDT's)¹³¹ ¹³².

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 diferentes¹³³.

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%¹³⁴.

Por fim, cumpre evidenciar que a emissão / subscrição de obrigações não estão sujeitas a imposto de selo, ao abrigo do Código de Imposto de Selo português em vigor.

6.1.2 Tributação dos dividendos – regras gerais

Os dividendos, enquanto lucros de sociedade colocadas à disposição dos respectivos associados ou titulares (Cf. artigo 5.º, números 1 e 2, alínea h), do CIRS), estão sujeitos à tributação, através do mecanismo da retenção na fonte, a partir do momento da sua colocação à disposição, conforme artigo 7.º, números 1 e 3, alínea a), subalínea 2), do CIRS.

¹²⁹ 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.

¹³⁰ Cf. art. 96.º do CIRC.

¹³¹ Convenções para evitar a dupla tributação. São acordos celebrados entre dois Estados com vista a eliminarem ou diminuírem a dupla tributação.

¹³² Cf. art. 98.º do CIRC.

¹³³ Cf. art. 1.º, n.º 1.

¹³⁴ V. <

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

>

Caso os respectivos titulares sejam pessoas singulares, os dividendos serão tributados, em sede de IRS, à taxa liberatória de 28%, ao abrigo dos artigos 71.º, n.º 1, alínea c), do CIRS (titulares residentes em território português¹³⁵) e 71.º, n.º 1 alínea d), do CIRS (titulares não residentes).

Caso os respectivos titulares sejam pessoas colectivas (residentes ou não residentes em território português), a distribuição dos dividendos é tributada por meio de retenção na fonte à taxa de 25%, ao abrigo dos artigos 94.º, números 1, alínea c), 4 e 5 e 87.º, n.º 4 do CIRC¹³⁶.

Não existe, não obstante, obrigação de reter na fonte os dividendos obtidos por entidades residentes em território português a que seja aplicável o regime da eliminação da dupla tributação económica da distribuição dos lucros previsto pelo CIRC no seu artigo 51.º, de acordo com o artigo 97.º, n.º 1, alínea c), do CIRC. Ao abrigo deste regime, na determinação do lucro tributável das sociedades¹³⁷ com sede ou direcção efectiva em território português, são deduzidos os dividendos recebidos da sociedade participada, desde que verificados determinados requisitos, previstos no preceito citado. Assim, para estes efeitos, a entidade beneficiária deverá deter directamente uma participação no capital da sociedade distribuidora não inferior a 10% e essa participação deverá ter permanecido na sua titularidade, de modo ininterrupto de, pelo menos, 12 meses. O regime aplica-se igualmente, entre outras situações, em relação a lucros distribuídos por sociedades com sede ou direcção efectiva noutro Estado Membro da União Europeia (Cf. artigo 51.º, n.º 5 do CIRC).

Por outro lado, os dividendos distribuídos a titulares pessoas colectivas não residentes (residentes noutro Estado Membro da União Europeia) podem beneficiar¹³⁸ da aplicação da Directiva relativa ao regime fiscal comum aplicável às sociedades mães e sociedades afiliadas de Estados-Membros diferentes¹³⁹

¹³⁵ 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, números 6, alínea a) e 7, ambos do CIRS).

¹³⁶ Excepto se os dividendos forem colocados à disposição em contas abertas em nome de um ou mais titulares mas por conta de terceiros não identificados e à disposição de entidades domiciliadas em país, território ou região sujeitas a um regime fiscal claramente mais favorável, em que são tributados à taxa de 35%, ao abrigo e nos termos melhor explicitados no artigo 87.º, n.º 4, alíneas h) e i), do CIRC.

¹³⁷ Sociedades comerciais ou civis sob forma comercial, cooperativas e empresas públicas.

¹³⁸ Desde que preenchidos determinados requisitos.

¹³⁹ Directiva 90/435/CEE, revogada e reformulada em 2011 pela Directiva 2011/96/EU do Conselho de 30 de Novembro de 2011.

¹⁴⁰. Com o objectivo da eliminação da dupla tributação da distribuição de lucros entre Estados-Membros diferentes, segundo a Directiva, a sociedade mãe ao receber (na qualidade de sócia da sociedade sua afiliada), os dividendos ou outros lucros distribuídos, o Estado da sociedade mãe deverá ou i) abster-se de tributar os lucros ou ii) tributá-los, mas possibilitando simultaneamente que esta sociedade possa deduzir, do montante do seu imposto a pagar no Estado da sua residência, a fracção do imposto da sociedade afiliada correspondente a esse lucros.

6.1.3 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. Isto porque, em virtude da dificuldade inerente a este tipo de instrumentos de classificar o respectivo rendimento derivado como Passivo Financeiro ou como instrumento de Capital Próprio, este último poderá ser classificado como distribuição de lucros num Estado, e como juro noutra Estado.

Não definindo a lei fiscal os conceitos de “instrumentos de dívida” e “instrumentos de capital próprio”¹⁴¹, deverá atender-se 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 poderá ser classificado, para efeitos fiscais, de acordo com a sua natureza verdadeira¹⁴², desconsiderando-se a

¹⁴⁰ Cf. art. 95.º do CIRC.

¹⁴¹ 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)

¹⁴² Exemplo do Reino Unido, Portugal (art. 63.º, n.º 2, do CPPT).

figura jurídica utilizada pelos contribuintes e tributar de acordo com a realidade económica subjacente ou, outra medida, serem estabelecidas regras reclassificatórias^{143 144}.

Ademais, na literatura estrangeira têm vindo a ser propostos e discutidos vários métodos alternativos de tributação dos instrumentos financeiros híbridos, os métodos “*integration method*”, actualmente aplicável na generalidade dos países para grande parte dos instrumentos financeiros híbridos¹⁴⁵, e “*bifurcation method*”¹⁴⁶.

O pagamento de juros e a distribuição de resultados / dividendos 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 diferentes, e a Directiva do Juros e Royalties, caso as respectivas sociedades preencham os requisitos estipulados para a sua aplicação¹⁴⁷.

6.2 Tributação das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros

6.2.1 Dedução do juro suplementar

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*

¹⁴³ Exemplos como: (i) o Canada e a Áustria, onde existem provisões específicas no que diz respeito às acções preferenciais e obrigações convertíveis; (ii) o Reino Unido que prevê a possibilidade de reclassificação de dívida em *quasi-capital*; (iii) 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.

¹⁴⁴ Cf. Comité dos Assuntos Fiscais, *op. cit.*, pp. 15-16.

¹⁴⁵ Concretizável por meio de três tipos de abordagens.

¹⁴⁶ 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>>.

¹⁴⁷ Para mais desenvolvimentos *vide* JAKOB BUNDGAARD, *Classification and Treatment of Hybrid Financial Instruments and Income Derived Therefrom under EU Corporate Tax Directives – Part 1*, in European Taxation 10/2010, Outubro 2010, pp. 442-456 e EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *National Tax Policy, the Directives and Hybrid Finance*, *op. cit.*, pp. 20-26.

sejam indispensáveis para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora”, conforme o artigo 23.º, n.º 1, do CIRC.

Não obstante, existem algumas limitações à regra geral¹⁴⁸. Entre essas limitações não está consagrada nenhuma regra 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 levasse 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 / dividendos, sujeitos ao respectivo regime fiscal.

Tal como enunciámos *supra*, existem países que consagram a possibilidade de reclassificar os juros pagos¹⁴⁹. Entre outros encontram-se os seguintes:

- **Áustria** – Os pagamentos dos juros a entidades relacionadas podem ser classificados como dividendos escondidos, caso não for respeitado o princípio da não concorrência¹⁵⁰ ou se a dívida subjacente for classificada como capital escondido¹⁵¹.
- **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 está dependente dos lucros da sociedade credora; (iv) o pagamento do empréstimo é condicionado pela satisfação de outros credores ou pagamento dos dividendos¹⁵².

¹⁴⁸ 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, números 2 e 3 do EBF.

¹⁴⁹ Não necessariamente resultantes de financiamento por meio de híbridos.

¹⁵⁰ Conhecido como *arm's length principle*.

¹⁵¹ 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.

¹⁵² Cf. HENRIK LUND e CARINA MARIE KORSGAARD, *Comparative Survey, op. cit.*, p. 293.

- 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 caso o instrumento for tratado como dívida na Dinamarca, mas como capital no país de residência do respectivo credor¹⁵³. 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 no país da residência da contraparte no contrato de financiamento do mesmo instrumento. Não obstante, esta regra reclassificatória é aplicável apenas no caso de o credor detiver uma determinada participação na empresa dinamarquesa ou as duas partes contratantes forem partes relacionadas.^{154 155}

Em Portugal, não existem regras fiscais próprias no que concerne, em especial, às obrigações participantes. E tal como vimos *supra* no ponto 4, 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 reclassificatória, o juro suplementar destas obrigações não recebe tratamento fiscal diferente do tratamento aplicado aos juros periódicos das obrigações, sendo tratado como passivo e considerado encargo financeiro dedutível, se respeitar o condicionalismo previsto no artigo 23.º do CIRC.

Caso a obrigação participante seja subscrita pelos accionistas da sociedade emitente e seja classificado como instrumento de Capital Próprio, nos termos *supra* analisados no ponto 4, o juro suplementar pago deverá receber o respectivo tratamento, *i.e.*, ser classificado como dividendo distribuído, pelo que não dedutível, nos termos gerais da legislação fiscal portuguesa.

6.2.2 Juro Suplementar à luz das Directivas Comunitárias e das CDT's

Directiva Juros e Royalties

¹⁵³ Cf. NIKOLAJ BJORNHOLM e INGER TOFT THIERSEN, *Denmark, New Danish Limitations on Interest Deductions*, European Taxation, Dezembro 2007, IBFD, p. 592.

¹⁵⁴ A regra é aplicável aos juros realizados após 13 de Dezembro de 2006.

¹⁵⁵ 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.

Vimos *supra* que, nas transacções comunitárias e por aplicação da Directiva dos Juros e Royalties, é possível reduzir ou eliminar a taxa da retenção na fonte com o pagamento de juros entre 2 Estados-Membros da UE diferentes. 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 artigo 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^{156 157}.

De facto, a Directiva não diz expressamente a que tipo de instrumentos financeiros se aplica. Não obstante, consagra, no seu artigo 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 participação nos lucros de devedor*¹⁵⁸, 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”^{159 160}.

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

¹⁵⁶ 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.

¹⁵⁷ 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.

¹⁵⁸ Sublinhado nosso.

¹⁵⁹ Estão assim abrangidas por exemplo as obrigações participantes e os empréstimos com participação nos lucros (conhecidos internacionalmente como *profit participating loan*).

¹⁶⁰ Esta definição é igual à consagrada no artigo 11.º da Convenção Modelo da OCDE.

Por outro lado, não obstante, a própria Directiva, no seu artigo 4.º, permite aos Estados-membros proibir a aplicação da Directiva no caso de pagamentos, entre outros casos¹⁶¹, “*de créditos que confirmam o direito a participar nos lucros do devedor*”^{162 163}, sendo esse o caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros¹⁶⁴. 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 não haverá obstáculo à aplicação da Directiva. Pelo que, a retenção na fonte no pagamento dos juros dessas obrigações (até 2013) será feita à uma taxa de 5%. A partir de 1 de julho 2013 esse pagamento estará isento de imposto¹⁶⁵.

Directiva sociedades mães e sociedades afiliadas

Caso o juro suplementar seja qualificado, à luz do discutido *supra* no ponto 4, como dividendo, não haverá, em princípio, obstáculo à aplicação da Directiva sociedades mães e sociedades afiliadas de Estados-Membros diferentes, não existindo razão para não considerar o juro suplementar distribuído e qualificado como dividendo, à luz da lei interna, como “dividendo ou lucro distribuído” objecto da Directiva.

Problemas adicionais poderão surgir perante a situação em que o mesmo juro suplementar é qualificado como juro e não dividendo no Estado de residência do beneficiário do rendimento recebido. Por exemplo, será que o Estado da residência do beneficiário é obrigado a aceitar a qualificação dada ao juro suplementar pelo Estado da fonte? Será que os juros dependentes dos lucros das sociedades, excluídas pelo artigo 4.º da Directiva Juros e Royalties poderão / deverão estar abrangidos pela Directiva

¹⁶¹ Aplicáveis principalmente aos instrumentos financeiros híbridos.

¹⁶² Art. 4.º, n.º 1, alínea b), da Directiva Juros e Royalties.

¹⁶³ Sublinhado nosso.

¹⁶⁴ 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.

¹⁶⁵ Art. 6.º, n.º 1 da Directiva Juros e Royalties.

sociedades mães e sociedades afiliadas? O que se deve entender por “lucros distribuídos” para efeitos da aplicação da Directiva sociedades mães e sociedades afiliadas?

Para um estudo mais aprofundado relativamente à aplicação das Directivas Comunitárias mencionadas aos instrumentos financeiros híbridos, remetemos para a análise efectuada por JAKOB BUNDGAARD, no seu artigo “*Classification and Treatment of Hybrid Financial Instruments and Income Derived Therefrom under EU Corporate Tax Directives – Part 1*”¹⁶⁶.

Convenções Dupla Tributação (CDT’s)

Por sua vez, as CDT’s, celebradas com base na Convenção Modelo de OCDE^{167 168}, acolhem, no geral, a definição de juros consagrada no seu artigo 11.º: “*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 de obrigações de empréstimos, incluindo prémios atinentes a esses títulos. Para efeitos deste artigo, não se consideram juros as penalidade por pagamento tardio*”¹⁶⁹.

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*”¹⁷⁰. 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, designadamente nos termos do artigo 10.º, número 3, como dividendos os juros sobre as obrigações caso o empréstimo partilhar com efeito os riscos incorridos pelas sociedades mutuárias.

¹⁶⁶ In European Taxation 11/2010, Outubro 2010.

¹⁶⁷ Vide <http://info.portaldasfinancas.gov.pt/NR/rdonlyres/479C17F1-84B8-45F8-8056-3B300425BAD/0/CDT_Modelo_OCDE.pdf>.

¹⁶⁸ 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>

¹⁶⁹ Sublinhado nosso.

¹⁷⁰ Sublinhado nosso.

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) preveja-se que o credor participe em qualquer tipo de lucros da empresa emitente; (ii) o reembolso do empréstimo esteja subordinado a outros tipos de credores ou a pagamento de dividendos; (iii) o nível ou o reembolso dos juros esteja dependente dos lucros da empresa; ou (iv) o contrato de empréstimo não define o prazo de maturidade do empréstimo.

Ora, nas obrigações participantes dependendo sempre o nível do juro suplementar dos lucros realizados pela empresa emitente e participando deste modo o obrigacionista nos lucros da sociedade poderá parecer, à primeira vista, que 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 aos artigos 11.º e 10.º, respectivamente.

Em primeiro lugar, aceitar tal entendimento equivaleria a 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 PRATS¹⁷¹ e KLAUS VOGEL¹⁷², devemos atender ao conceito de dividendo consagrado no artigo 10.º da Convenção Modelo de OCDE. Este preceito determina os três tipos de rendimentos que deveriam ser tratados como dividendos¹⁷³, nomeadamente (1) os exemplos que o próprio artigo enumera¹⁷⁴, (2) *outros direitos, com excepção dos créditos, que permitam participar nos lucros*¹⁷⁵ e (3) rendimentos derivados de *outros*

¹⁷¹ FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *op. cit.*, p. 10.

¹⁷² 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.

¹⁷³ Para efeitos das convenções celebradas.

¹⁷⁴ Acções, acções ou bónus de fruição, partes de minas, partes de fundador ou outros direitos.

¹⁷⁵ Sublinhado nosso.

*direitos sociais*¹⁷⁶ 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 “*outros direitos sociais*”, como observa FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS “*The reference to ‘other corporate rights’¹⁷⁷ has been interpreted as meaning that in any case dividend income requires the presence of a corporate right generating the income in any case*”¹⁷⁸.

No mesmo sentido KLAUS VOGEL afirma “*The first conclusion to be drawn therefrom is that only such items of income can be considered ‘dividends’ as arise from ‘corporate rights’.*”¹⁷⁹

Igualmente, neste sentido, Eva Eberhartinger e Martin Six defendem esta posição, segundo os quais “*A profit-participating right undisputedly is an essential characteristic for equity classification, but it alone clearly does not change the nature of debt to equity. According to the prevailing doctrine, the holder of a “corporate right” in addition to a “profit participating right” must at least to be entitled to participate in the liquidation proceeds of the company. This second criterion is fulfilled, if the holder participates in the hidden reserves of the issuing company which means that the repayment has to be subordinated to the claims of other creditors.*”¹⁸⁰

É da 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 créditos¹⁸¹. Como conclui KLAUS 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.*”¹⁸²

¹⁷⁶ Sublinhado nosso.

¹⁷⁷ “*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.*)

¹⁷⁸ FRANCISCO ALFREDO GARCÍA PRATS, *idem.*

¹⁷⁹ KLAUS VOGEL, *op. cit.*, p. 649.

¹⁸⁰ EVA EBERHARTINGER e MARTIN SIX, *Taxation of Cross Border Hybrid Finance*, *op. cit.*, p. 11.

¹⁸¹ *Vide* ainda KLAUS VOGEL, *op. cit.*, p. 655.

¹⁸² Cf. KLAUS VOGEL, *op. cit.*, p. 649.

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.

Entendimento que vai, em nossa opinião, ao encontro do consagrado na norma contabilística internacional IAS 32 analisada *supra* no ponto 4.

Pelo que, em suma, em princípio¹⁸³, o juro suplementar das obrigações participantes quando subscritas por credores terceiros deverá ser classificado como passivo financeiro / juro pago e quando subscritas pelos próprios sócios / accionistas, em princípio, deverá ser classificado como instrumento de capital próprio / dividendo distribuído.

Não obstante, não nos podemos esquecer que está no poder soberano do Estado fiscal introduzir normas anti-abuso específicas ou gerais ou reclassificatórias no sentido da (re)classificação do juro suplementar das obrigações participantes.

Em suma, o mesmo juro suplementar poderá ser classificado, pelo menos para efeitos fiscais, de forma diferente nos diferentes Estados Contratantes, podendo traduzir-se a utilização deste tipo de instrumento financeiro numa situação de dupla tributação ou numa situação de dupla não tributação.

7. Planeamento Fiscal

Os juros pagos pelas empresas aos seus credores constituem um dos encargos com maior peso na estrutura dos custos da empresa. Pelo que, a componente fiscal pode assumir um impacte significativo no custo do crédito¹⁸⁴, e, por conseguinte, no custo do capital ou o designado de custo médio ponderado do capital¹⁸⁵.

¹⁸³ E não como regra geral, devendo atender-se, para o efeito, aos direitos em causa e às cláusulas do contrato de subscrição entre a sociedade emitente e o subscritor terceiro / sócio.

¹⁸⁴ Taxa efectiva de juro paga ao credor.

¹⁸⁵ $WACC = wd (rd) (1-T) + wc (rs)$, onde $wd = \%$ da dívida no capital total, $rd =$ custo da dívida, como por exemplo a taxa

Vimos que os juros suportados são custos dedutíveis fiscalmente, desde que indispensáveis “*para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora*”, conforme o artigo 23.º, n.º 1 do CIRC^{186 187}. Vimos ainda que os juros periódicos das obrigações participantes são pagos à uma taxa mais baixa do que a taxa que seria praticada se fossem emitidas obrigações ditas clássicas e, ainda, que o juro suplementar apenas será pago caso a empresa emitente realize lucro no exercício em causa.

Pelo que, face ao financiamento interno, as obrigações participantes (tal como outras formas de financiamento externo) surgem como uma forma alternativa interessante de planeamento fiscal das empresas, otimizando a carga fiscal sobre o financiamento obtido.

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 consagrados na lei, a percentagem exacta de cálculo do juro suplementar a pagar ao obrigacionista. Entre as várias alternativas existentes, uma empresa poderá vir 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.

Mas será que estamos perante uma forma verdadeira de planeamento fiscal?

“Planeamento fiscal (legítimo) é a técnica de redução da carga fiscal pela qual o sujeito passivo renuncia a um certo comportamento por estar ligado a uma obrigação ou escolher entre as várias soluções que lhe são proporcionadas pelo ordenamento jurídico, aquela que por acção intencional ou omissão do legislador fiscal, está acompanhada por menos encargos fiscais.”¹⁸⁸

Analisamos *supra* no ponto 6.1 a tributação dos juros e dos dividendos obtidos em território português e pagos / distribuídos a titulares residentes (ou com sede ou direcção efectiva em Portugal).

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.

¹⁸⁶ Cf. *supra* ponto 6.2.1.

¹⁸⁷ E ainda, dentro dos limites gerais, quantitativos, consagrados à dedutibilidade dos juros no artigo 67.º do CIRC.

¹⁸⁸ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os Limites*, *op. cit.*, p. 21.

Relembrando de forma sumária, os juros de obrigações pagos serão dedutíveis ao nível da sociedade emitente, mas serão tributados, regra geral, na esfera do beneficiário (através de retenção na fonte). Quanto aos dividendos, O CIRC permite (dentro das condições mencionadas) que a distribuição dos lucros ao seu titular seja tributada apenas uma única vez, eliminando a sua dupla tributação económica através do regime previsto no artigo 51.º, sendo tributados apenas ao nível da sociedade participante (como proveito tributável sujeito à tributação, entrando no cálculo do seu lucro tributável).

Ora, podemos observar que, a nível interno, o juro suplementar, quer seja qualificado como juro, quer seja qualificado como dividendo, será sempre tributado.

Pelo que, pode concluir-se que, a nível interno, aquando da utilização de obrigações participantes não estaremos na verdade perante uma forma de planeamento fiscal (interessante).

Cumprido, assim, questionar se haverá alguma situação em que a utilização do instrumento financeiro em análise poderá surgir como uma forma verdadeira de planeamento fiscal.

Vimos ao longo do trabalho que, devido à existência de dúvidas quanto à qualificação do juro suplementar dependente dos lucros das obrigações participantes, e à existência de regras reclassificadoras, nas várias ordens jurídicas o mesmo rendimento poderá vir a ser classificado de forma diferente. Como resultado, o mesmo rendimento, como enunciámos, poderá ser duplamente não tributado. Na Doutrina fiscal internacional encontramos designada esta situação como *cross border tax arbitrage*¹⁸⁹.

Deste modo, poderão ser as situações *cross-border* que poderão oferecer uma verdadeira via de planeamento fiscal. Cumprido, por conseguinte, fazer uma breve análise sobre esta forma de planeamento fiscal. Cumprido analisar, se nestas situações, em que o recurso ao financiamento por meio de obrigações participantes conduza a situações de dupla não tributação, estaremos perante uma forma de planeamento fiscal abusivo.

¹⁸⁹ Cf. Jakob Bundgaard, *Classification and Treatment of Hybrid Financial Instruments and Income Derived Therefrom under EU Corporate Tax Directives – Part 2*, in *European Taxation* 11/2010, Novembro 2010.

Como afirma J. L. SALDANHA SANCHES, “o planeamento fiscal constitui hoje uma dimensão essencial do planeamento fiscal económico e o seu limite é a fraude à lei.”¹⁹⁰

Não obstante, por vezes, a Autoridade Tributária e Aduaneira 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 2008¹⁹¹, pelo dever de comunicação, informação e esclarecimento à Autoridade Tributária e Aduaneira¹⁹². Entre os esquemas e actuações abrangidas pelo diploma encontram-se as operações financeiras que sejam susceptíveis de determinar a requalificação do rendimento, designadamente, os instrumentos financeiros híbridos¹⁹³.

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*”¹⁹⁴.

Mais ainda, sendo emitidas obrigações ao público em geral, nos termos prescritos no CVM, o emitente não sabe de antemão se a operação de financiamento conduzirá à requalificação dos rendimentos resultantes do financiamento por meio de obrigações participantes.

No caso de a emissão das obrigações participantes ser ressalvada aos próprios sócios / accionistas, poderá estar em causa, eventualmente, a obrigação de comunicação da operação à Autoridade Tributária e Aduaneira nos termos *supra* descritos, ao abrigo do Decreto-lei n.º 29/2008, de 25 de Fevereiro¹⁹⁵, caso o accionsita subscritor esteja residente para efeitos fiscais em país que classifique o rendimento resultante das obrigações participantes de forma diferente da classificação seguida em Portugal.

¹⁹⁰ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os Limites*, *op. cit.*, p. 21.

¹⁹¹ Com a entrada em vigor do Decreto-lei n.º 29/2008, de 25 de Fevereiro.

¹⁹² Cf. preâmbulo do diploma citado.

¹⁹³ Art. 4.º, alínea c) do Decreto-lei n.º 29/2008.

¹⁹⁴ Artigos 1.º e 3.º alínea a) do Decreto-lei n.º 29/2008.

¹⁹⁵ Adicionalmente, a operação deverá ser justificada ao abrigo do regime dos preços de transferência (Cf. art. 63.º do CIRC e Portaria 1446-C/2001, de 21 de Dezembro).

Não obstante, e em relação aos dois casos, 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 juros¹⁹⁶, 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.

Como refere Jakob Bundgaard, *“Tax arbitrage constitutes a specific form of tax savings based on classification and legislative differences amongst Member States. In general, the ECJ has held that tax savings motives alone do not constitute abuse if the transaction or establishment in question reflects economic reality”*¹⁹⁷.

E no que respeita em especial aos instrumentos financeiros híbridos, o mesmo autor defende *“[...] many HFIs used for tax arbitrage purposes should not face a great deal of difficulty in passing that test, as they serve the underlying purpose of providing the financing needed in order to fulfill business purposes”*¹⁹⁸. Concluindo *“Based on the above, it is submitted that a tax advantage arising as a consequence of a different classification of HFIs between Member States should not per se be considered abusive.”*¹⁹⁹

Como ensina J. L. SALDANHA SANCHES, a propósito do direito ao planeamento fiscal, *“Este direito ao planeamento fiscal é uma consequência das falhas de neutralidade do ordenamento jurídico tributário, sendo ainda mais intenso quando um certo facto tributário tem conexão com mais de uma ordem jurídica, que pode conduzir quer a uma sobre-tributação, quer a uma sub-tributação (lícita)”*²⁰⁰.

Apesar de não estar em causa uma forma de planeamento fiscal abusivo, o que encontramos hoje em dia é uma tentativa de as variadas jurisdições introduzirem medidas unilaterais de afastamento das

¹⁹⁶ Previsto no art. 23.º do CIRC.

¹⁹⁷ Cf. Jakob Bundgaard, *idem*, p. 493.

¹⁹⁸ Cf. Jakob Bundgaard, *idem*, pp.493-494.

¹⁹⁹ Cf. Jakob Bundgaard, *idem*, p. 495.

²⁰⁰ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Manual de Direito Fiscal*, *op. cit.*, pp.157-158.

situações de “*tax arbitrage*” criadas pela utilização *cross border* de instrumentos financeiros híbridos, de forma a suprir as falhas de neutralidade dos ordenamentos jurídicos em causa.

Segundo um trabalho recente publicado pela OCDE²⁰¹, as situações de utilização dos instrumentos financeiros híbridos²⁰², em virtude da existência das falhas de neutralidade, levantam questões de política fiscal, tais como receitas de impostos, concorrência, eficiência económica, transparência e justiça. E apresenta exemplos de medidas utilizadas por varios Estados de forma a combater essas situações, tais como normas gerais anti-abuso, normas específicas anti-abuso e normas que têm por destinatários especificamente os instrumentos financeiros híbridos. De acordo com este estudo, as normas gerais anti-abuso não se têm mostrado como uma ferramenta adequada para resolver este tipo de situações, enfatizando as normas especiais criadas para este tipo de instrumentos como a medida que se tem mostrado eficaz. Estas normas, regra geral, fazem depender a tributação do rendimento dos instrumentos financeiros híbridos no Estado da fonte / da residência da forma como o rendimento é tributado no Estado da residência / da fonte.

Em Portugal não encontramos norma específica destinada a este tipo de situações.

Assim, o meio ao qual a Autoridade Tributária e Aduaneira poderá, eventualmente, recorrer para questionar a dedutibilidade do juro suplementar, será a aplicação da cláusula-geral anti-abuso, consagrada no artigo 38.º, n.º 2 da LGT²⁰³. Regra geral, preenchidos os pressupostos consagrados neste preceito, o negócio em causa deixa de ter eficácia a nível tributário, e apenas a este nível, sendo inoponível face à Autoridade Tributária e Aduaneira, não sendo considerado o juro suplementar como juro, isto é, como custo dedutível ao nível da sociedade devedora, sendo tratado ao nível fiscal como dividendo²⁰⁴.

²⁰¹ Cf. OECD, “Hybrid Mismatch arrangements: Tax Policy and Compliance Issues”, 2012, Março, disponível em <www.oecd.org/tax>.

²⁰² Mais as situações de utilização de entidades híbridas e de transferências híbridas.

²⁰³ “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.”

²⁰⁴ Considerado como não dedutível ao nível da sociedade que paga o juro suplementar.

Para o efeito, terão que ser feitos vários testes, designadamente analisado o negócio em causa à luz da verificação ou não dos pressupostos consagrados na cláusula²⁰⁵.

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 jurídicas utilizadas²⁰⁶.

Em suma, a análise visa averiguar da existência ou não de um negócio jurídico artificioso, que se traduza no abuso das formas jurídicas e que foi escolhido com base na intenção única de minimização fiscal. Um negócio jurídico será qualificado como artificioso 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 encerra em si ou não um carácter artificioso pressupõe a comparação entre o negócio jurídico utilizado e aquele que teria sido utilizado não fora a lei fiscal²⁰⁷.

Deste modo, *in casu*, para o efeito mencionado, será necessário 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 financiar compete-lhe apenas a ela²⁰⁸, 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

²⁰⁵ 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.

²⁰⁶ 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.

²⁰⁷ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *op. cit.*, p. 171.

²⁰⁸ 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 e DIOGO LEITE DE CAMPOS / MÓNICA LEITE DE CAMPOS, *Direito Tributário*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2000, p. 165.

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 SANCHES²⁰⁹, “*O carácter pouco vulgar da via escolhida não constitui, contudo, um modo inadequado para obter o resultado pretendido*²¹⁰ *nem esta inadequação pode ser explicada pela vantagem fiscal que lhe subjaz*²¹¹. *Pelo contrário, estamos apenas perante uma possível forma nova e imaginativa de realizar uma operação, que se não pode explicar por razões fiscais*²¹²”.

Competirá à Autoridade Tributária e Aduaneira demonstrar que no caso concreto o recurso a um financiamento *cross-border* 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.

Tudo exposto, somos da opinião que o financiamento por meio de obrigações com juro suplementar, *de per si*, 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.

A vantagem inerente a este tipo de instrumentos financeiros, que consiste no custo da dívida aumentar apenas quando a sociedade tem lucro, e aumentar proporcionalmente 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.

²⁰⁹ Cf. J. L. SALDANHA SANCHES, *Os Limites*, *op. cit.*, p. 176.

²¹⁰ Ou seja, o financiamento, e, de preferência, nas condições contratuais mais favoráveis possíveis para a própria sociedade.

²¹¹ Vimos no ponto 5 que existe esta vantagem no caso das obrigações com juro suplementar dependente dos lucros.

²¹² Cf. Preâmbulo do diploma que criou este instrumento financeiro em Portugal, Decreto-lei n.º 353-P/77, de 29 de Agosto.

8. Sociedades visadas

Vimos que na perspectiva do investidor as obrigações participantes com juro suplementar dependente dos lucros veio conceder aos obrigacionistas privilégios reservados, em princípio, às acções, passando o obrigacionista a deter um activo de maior risco; no entanto, em caso de evolução favorável da entidade emitente, o instrumento em causa proporcionará ao obrigacionista uma remuneração superior à das outras obrigações.

Por outro lado, e do ponto de vista das sociedades emissoras, 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*²¹³ 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 inerente a este instrumento financeiro para a empresa emitente é menor do que o risco subjacente nos 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.

Cumpre, assim, questionar qual será na realidade a resposta do potencial investidor perante o lançamento no mercado deste instrumento. E cumpre questionar, igualmente, que tipo de sociedades, perante o exposto acima, terão apetência para recorrer a este tipo de instrumento financeiro para se endividarem.

Ora, olhando para a perspectiva do investidor, fixando a sociedade emitente o juro periódico fixo a uma taxa de juro naturalmente mais baixa, é oferecido ao subscritor uma compensação atractiva, através do

²¹³ O saldo entre as entradas e saídas de capital de uma empresa durante um determinado período de tempo.

pagamento do juro suplementar. Isto pressupõe, no entanto, o pagamento efectivo do juro suplementar, o que vimos que apenas 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 com boas perspectivas de crescimento, com boas perspectivas de geração de rentabilidade.

Do exposto poderá resultar que os investidores estejam interessados neste tipo de obrigações, à partida, apenas em relação a empresas que gerem *cash-flows* estáveis. Fazem parte deste âmbito de empresas as 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 do gás natural 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.

Não obstante, as empresas deste sector, por precisamente gerarem *cash-flows* estáveis, estão, regra geral, numa posição favorável de possibilidade de obtenção de créditos a condições mais favoráveis do que as empresas de outro tipo de sectores. Pelo que, em princípio, não vemos razão para estas sociedades encontrarem nas obrigações com juro suplementar a pagar dependente dos seus lucros um meio alternativo e apelativo de financiamento.

Do exposto, podemos retirar as seguintes conclusões ao nível das sociedades visadas por este tipo de instrumento financeiro.

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 3²¹⁴ estas empresas diminuem significativamente, por meio das obrigações participantes, o seu custo inicial de investimento, conseguido através de um custo de financiamento mais baixo.

Perante isto, o potencial investidor procurará de qualquer forma obter uma garantia de análise da perspectiva de futuro crescimento da empresa emitente, por um lado, e a sua capacidade de gerar cash-flows suficientes, por outro, que lhe garanta a obtenção de uma rentabilidade elevada do investimento realizado, em contrapartida da não obtenção de garantias patrimoniais / pessoais (oferecidas no caso de outros tipos de financiamento), em linha da análise efectuada *supra* no ponto 5.1.2.

Tudo exposto poderá explicar a dificuldade de arranque, de aceitação e de utilização no mercado português deste instrumento financiamento alternativo²¹⁵.

9. 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.

Segundo o CSC, as obrigações participantes podem ser subscritas pelos próprios sócios / accionistas da sociedade emitente.

A questão que se coloca é a 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.

Nos termos da norma contabilística internacional IAS 32 (*Instrumentos financeiros: divulgação e apresentação*) aplicável, o teste principal consiste em analisar se o pagamento desse juro está na disponibilidade do emitente, caso em que o instrumento financeiro será classificado como instrumento de Capital Próprio (por exemplo, será o caso, eventualmente, das obrigações subscritas pelos próprios

²¹⁴ Cf. *supra* ponto 5.1.1.

²¹⁵ Para além do reduzido desenvolvimento do mercado de capitais em Portugal.

sócios / accionistas). Caso contrário, na hipótese de o emitente ter uma obrigação contratual de pagar, tal pagamento é classificado como Passivo Financeiro.

O mesmo entendimento deve ser retirado da análise dos comentários à Convenção Modelo de OCDE, com referência aos artigos 11.º, número 3, e 10.º, número 3, os quais devem ser lidos em conjunto, no sentido de que derivando os juros de um crédito e não possuindo os subscritores nenhuma *corporate right* na sociedade emitente, esse tipo de juros devem ser classificados como juros (artigo 11.º) e não como dividendos (artigo 10.º). Caso contrário, se o subscritor tiver alguma “*corporate right*” na sociedade emitente, que lhe dê direito a participar nos lucros presentes, mas também nos resultados de liquidação no futuro, o juro será classificado como dividendo distribuído.

A nível comunitário, o juro suplementar poderá beneficiar da aplicação da Directiva relativa a Juros e Royalties ou da Directiva relativa a sociedades mães e sociedades afiliadas de Estados-Membros da UE diferentes, consoante o caso, sendo genericamente aceite a aplicação destas Directivas aos instrumentos financeiros híbridos.

No que diz respeito ao planeamento fiscal, vimos que a nível do mercado interno, o juro suplementar, quer seja qualificado como juro, quer seja qualificado como dividendo, será sempre tributado. Pelo que, as obrigações participantes, a este nível, não surgem como forma especialmente interessante de planeamento fiscal.

É nas situações transnacionais que a utilização das obrigações participantes surgem como forma interessante de planeamento fiscal, nos casos em que no território português, o juro suplementar seja tratado como juro / dividendo e, em contrapartida, no Estado da residência do beneficiário o mesmo rendimento seja qualificado como dividendo / juro.

Não qualificando, em nossa opinião, este tipo de falhas de neutralidade como planeamento fiscal abusivo, não deve o juro suplementar ser reclassificado por aplicação da cláusula geral anti-abuso consagrada no artigo 38.º, n.º 2 da LGT. 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, não obstante, vimos que o financiamento por meio destas obrigações poderá vir a 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.

De qualquer forma, cumpre notar que, 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 a 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. Pelo que, este tipo de instrumento financeiro poderá ser interessante para empresas *start-ups*.

A questão que permanece em aberto é: qual será a resposta dos potenciais investidores à emissão no mercado português deste tipo de instrumento financeiro?

Isto porque, perante a falta de prestação, por parte da empresa emitente, de garantias patrimoniais ou pessoais com o intuito de garantir o pagamento do juro suplementar, dependendo o pagamento deste apenas da existência de um resultado líquido (no montante suficiente, de acordo com os critérios de cálculo do juro suplementar estabelecidos e outros termos estabelecidos no contrato de emissão / subscrição), o potencial investidor procurará investir em empresas com perspectiva de crescimento futuro, por um lado, e capacidade de gerar cash-flows suficientes, por outro, que lhe garanta a obtenção de uma rentabilidade elevada do investimento realizado, e a uma taxa elevada do juros suplementar em contrapartida do risco associado ao seu investimento.

O credor de uma obrigação participante, titular de uma dívida subordinada em relação aos credores terceiros garantidos pela sociedade devedora, ao receber pouca ou, geralmente, nenhuma garantia por parte do mutuário em relação ao pagamento do juro suplementar, procura, em contrapartida, ser remunerado a taxas de retorno, dependentes dos resultados da sociedade emitente, elevadas.