



Escola de Ciências Sociais e Humanas
Departamento de Economia Política

**Soluções de Financiamento Societário: o caso particular dos
Instrumentos Financeiros Híbridos**

Bruna Alexandra Maurício Leitão

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em
Direito das Empresas – Especialização em Direito das Sociedades Comerciais

Orientador:
Professor Doutor Manuel António Pita
ISCTE-IUL
Instituto Universitário de Lisboa

Setembro de 2017

Resumo

Nesta dissertação enveredámos pelas soluções de financiamento societário com vista à determinação teórica da mais-valia representada pela obtenção de financiamento através do recurso a instrumentos financeiros híbridos.

Neste sentido, procurámos inicialmente apurar da existência (ou não) de uma combinação ótima para o *mix* capitais próprios / capitais alheios e das razões subjacentes à escolha, por parte das empresas, das vias típicas de financiamento. Chegados a este ponto, debruçámo-nos sobre as características do financiamento através de capital próprio e alheio, elencando algumas formas típicas de autofinanciamento e de financiamento com recurso a terceiros. Evidenciados os traços típicos de cada uma destas opções, chegámos aos suprimentos como instrumento de *quasi* capital precursor dos híbridos.

Uma vez alcançado o género Instrumento Financeiro, era tempo de o caracterizar, de determinar as espécies nele incluídas e de aferir da respetiva evolução. Concluindo-se por uma evolução geracional, culminámos no objeto essencial da presente dissertação: os instrumentos financeiros híbridos.

Apresentados como o resultado das tentativas da engenharia financeira de obter o melhor dos dois mundos, definimos o tratamento regulatório, contabilístico e fiscal atribuído aos híbridos, concluindo pela efetiva mais-valia dos mesmos no âmbito das operações de financiamento e de investimento. Nestes termos, assumindo-se como um meio promissor, findámos com a caracterização de alguns dos instrumentos híbridos tipificados no ordenamento jurídico português. Para o efeito, aproveitámos ainda para atestar da respetiva aplicação prática, dando conta do recurso aos mesmos por parte de importantes empresas nacionais.

Palavras-chave: financiamento; capitais próprios; capitais alheios; instrumentos financeiros; instrumentos financeiros híbridos.

Classificação JEL: K22 - Corporation and Securities Law; K34 - Tax Law.

Abstract

With the present thesis we have elaborated on the corporate financing solutions with the purpose of understanding the theoretical added value of the use of hybrid instruments.

In this sense, we initially sought to establish the existence (or not) of an optimal mix between equity and debt and the reasons behind the choice of each way of financing by the companies. At this point, we have looked at the characteristics of equity and debt financing, listing some typical forms of self-funding and third-party financing. Having evidenced the typical features of each of these options, we peaked at the shareholders loans as a *quasi* equity instrument predecessor of hybrids.

Once reached the Financial Instrument genus, it was time to describe it, to determine the species included in it and to assess its evolution. Concluding by a generational evolution, we have come to the essential object of the present dissertation: hybrid financial instruments.

Presented as the result of the financial engineering attempts to obtain the best of both worlds, we have defined the regulatory, accounting and tax treatment of hybrids, concluding that, in fact, they add value to companies looking for efficient ways of financing and investing. Being this a promising type of financing, we have ended up by featuring some of the hybrid instruments stated in the Portuguese law. For this purpose, we have also confirmed its use in the Portuguese market by important national companies.

Keywords: financing; equity; debt; financial instruments; hybrid financial instruments.

JEL Classification: K22 - Corporation and Securities Law; K34 - Tax Law.

Abreviaturas e Siglas

ACE – Agrupamento Complementar de Empresas

AEIE – Agrupamento Europeu de Interesse Económico

APsV – Ações Preferenciais sem Direito de Voto

ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

AT – Autoridade Tributária e Aduaneira

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

BEPS – *Base Erosion and Profit Shifting*

CC – Código Civil

CCom – Código Comercial

CDT – Convenção para eliminar a Dupla Tributação

CF. - Confrontar

CGAA – Cláusula Geral Anti-Abuso

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

Diretiva anti elisão – Diretiva n.º 2016/1164/UE do Conselho, de 12 de julho de 2016

DJR – Diretiva n.º 2003/49/CE do Conselho, de 3 de junho

DMF – Diretiva n.º 2011/96/UE do Conselho, de 30 de novembro de 2011

DMIF – Diretiva n.º 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014

EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais

EBITDA – *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*

IAS – *International Accounting Standard*

IF – Instrumento Financeiro

IFH – Instrumento Financeiro Híbrido

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

IS – Imposto do Selo

LGT – Lei Geral Tributária

NCRF – Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

RETGS – Regime Especial de Tributação dos Grupos de Sociedades

RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras - Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

SS – Seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TFUE – Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

TJUE – Tribunal de Justiça da União Europeia

UE – União Europeia

Índice

Capítulo I - Introdução	3
1. Considerações preliminares.....	3
2. Formas de financiamento através de capitais próprios.....	6
2.1 Ações.....	6
2.2 Prémios de emissão	9
2.3 Outras prestações de capital: obrigações acessórias e prestações suplementares.....	10
3. Formas de financiamento através de capitais alheios: as obrigações	12
4. O problema da subcapitalização.....	15
Capítulo II - Contribuições na origem dos instrumentos híbridos: os suprimentos	19
1. Os suprimentos, entre o capital próprio e o capital alheio.....	21
2. Do regime dos suprimentos	22
3. Da aplicação do regime dos suprimentos nas sociedades anónimas	24
Capítulo III - Os instrumentos financeiros	27
Capítulo IV - Os instrumentos financeiros híbridos entre as fontes de financiamento	31
1. Tratamento regulatório	34
2. Apresentação contabilística.....	38
3. Tratamento fiscal.....	39
3.1 As vantagens fiscais de serem <i>debt alike</i>	39
3.2 As vantagens fiscais de serem <i>equity alike</i> : a remuneração convencional do capital ...	46
3.3 As vantagens fiscais nas operações transfronteiriças	49
Capítulo V - Breve caracterização de alguns dos híbridos tipificados em Portugal.....	59
1. Ações preferenciais sem voto.....	59
2. Obrigações convertíveis	62
3. Obrigações com warrant.....	65
4. Obrigações participantes	66
5. Obrigações subordinadas.....	67
Capítulo VI - Conclusões	69

Capítulo I - Introdução

1. Considerações preliminares

No seio das Finanças empresariais encontram-se três tipos de decisões fundamentais: a decisão de investimento, a decisão de financiamento e a distribuição de dividendos. Apesar de a decisão de investimento ser a que mais diretamente contende com o valor das empresas¹, porque consiste na aplicação dos meios financeiros a projetos com o objetivo de obtenção de um excedente financeiro², também a decisão de financiamento, que tem que ver com a obtenção dos recursos necessários para a realização das despesas de investimento, acaba por influenciar tal valor.

Neste âmbito, a escolha da estrutura de capital da empresa envolve dois níveis de decisões essenciais³: (i) a composição do *mix* capitais próprios / capitais alheios⁴ e (ii) a seleção das fontes de financiamento, que resultam da ponderação das várias características das duas fontes tradicionais de financiamento (capital próprio e capital alheio).

Quando uma sociedade emite obrigações ou contrai um empréstimo junto de uma instituição bancária, alimenta a sua atividade com dívida, obrigando-se ao pagamento de juros (que correspondem à remuneração pelo financiamento) e à amortização do capital mutuado. Diferentemente, quando emite ações ordinárias, financia-se através de capital próprio, transformando os subscritores em titulares de direitos de participação social e obrigando-se a remunerá-los de forma meramente eventual, em conformidade com os respetivos resultados.

Assim, são várias as diferenças entre estas duas formas de financiamento. Desde logo, quanto à proveniência, o capital próprio é fornecido à sociedade pelos sócios, nomeadamente

¹ Entendido como o valor de todas as responsabilidades financeiras da empresa perante acionistas e credores. Assim, Mota, António Gomes *et al* (2010), 3.^a edição, *Finanças da Empresa – Teoria e Prática*, Lisboa, Edições Sílabo, p. 143.

² *Idem*, p. 13.

³ Segue-se Mota, António Gomes e Cláudia Custódio (2012), 7.^a edição, *Finanças da Empresa*, Lisboa, Booknomics, p. 178.

⁴ Composição essa que não está na total disponibilidade de todas as empresas, nomeadamente das que integram o setor bancário, onde existe um *ratio* mínimo de capitais próprios definido por lei.

através das respetivas entradas⁵, enquanto o capital alheio é tendencialmente fornecido por terceiros.

Além disso, no ordenamento jurídico português, o capital próprio (diferentemente do que acontece com o capital alheio), porque destinado a ser colocado à disposição da sociedade de forma permanente, não pode ser distribuído sem que os sócios o deliberem (artigo 31.º, n.º 1, do CSC). Mais ainda, tal deliberação só é válida se efetivamente existirem lucros distribuíveis, não podendo o capital próprio da sociedade tornar-se inferior à soma do capital social e das reservas legais ou estatutárias (artigos 32.º e 33.º do CSC). Finalmente, os fornecedores de capital próprio, enquanto detentores de uma participação social que lhes garante direitos patrimoniais e políticos, sendo responsáveis pela direção dos destinos da sociedade, nomeadamente através do direito de voto, assumem o risco de negócio e são titulares apenas de um “*residual claim*”. Daí que os sócios, porque sujeitos ao dever de quinhão nas perdas (artigo 20.º, alínea b), do CSC), só possam ser reembolsados do capital que investiram na sociedade uma vez pagas as dívidas de todos os credores sociais.

Diferentemente, os fornecedores de capital alheio, não detendo quaisquer direitos de participação social, assumem apenas o risco de crédito, o que lhes garante o direito ao reembolso integral independentemente da situação financeira da sociedade, direito esse que pode ser judicialmente reclamado. Como titulares de um “*contractual claim*”, os credores do capital alheio são ainda normalmente retribuídos de forma certa, através do pagamento de um juro, e na falência têm um direito ao reembolso em prioridade face aos acionistas.

Estes traços distintivos e até antagónicos que separam as fontes de financiamento contribuíram para o desenvolvimento de vários estudos científicos⁶ sobre a estrutura ótima de capital, estudos esses que se iniciaram com os trabalhos de Modigliani e Miller (1958). Estes autores procuraram demonstrar que, verificadas condições de endividamento idênticas para as empresas (que acedem ao crédito à mesma taxa) e investidores e mercados de capitais

⁵ O capital próprio é genericamente constituído pelas entradas dos sócios, pelas prestações suplementares e obrigações acessórias, pelas reservas, pelos lucros transitados e pelo resultado líquido do período.

⁶ Sobre estes modelos veja-se, por todos, Martins, António (1999), *A fiscalidade e o financiamento das empresas*, *Vida Económica*, pp. 37 e ss.

perfeitos⁷, a estrutura de capital não influencia o valor da empresa. Deste modo, existindo duas empresas idênticas, diferenciando-se apenas no que toca à sua estrutura de capital, sendo uma delas *alavancada*⁸ e a outra não, o valor de mercado das empresas (valor das ações) seria apenas determinado pelo valor atual dos rendimentos esperados dos seus investimentos, sendo independente da proporção de capitais próprios e alheios que influenciam esse ativo (Proposição I). A par desta primeira proposição, Modigliani e Miller desenvolveram uma outra, segundo a qual o aumento do nível de endividamento aumenta o risco financeiro e consequentemente a rendibilidade exigida pelos acionistas para os capitais próprios e, portanto, o seu custo (Proposição II).

Mais tarde (em 1963), contudo, Modigliani e Miller procuraram aperfeiçoar o seu modelo, passando a considerar a existência de tributação ao nível do rendimento das sociedades⁹. Assim, perante a dedutibilidade fiscal dos juros da dívida, conclui-se que a *alavancagem* aumenta o valor da empresa, tornando-se relevante a forma como a mesma se financia. De tal modo que, teoricamente, a estrutura ótima de capital integraria 100% de dívida.

Porém, rapidamente se tomou consciência dos problemas decorrentes do excesso de endividamento, nomeadamente dos *financial distress costs* resultantes do facto de o aumento do endividamento despertar nos investidores a desconfiança face à capacidade de a empresa cumprir com todos os seus compromissos, o que se traduz num aumento natural do custo tanto do capital alheio quanto do capital próprio e na consequente possibilidade de a empresa entrar em falência.

⁷ Na conceção do Modelo M&M seriam mercados perfeitos aqueles em que os investidores atuariam de forma racional e não existiriam impostos sobre os lucros e pessoais, nem assimetria informativa e custos de agência, nem custos de transação e custos de falência.

⁸ Na definição de Ana Perestrelo de Oliveira, a “*alavancagem financeira consiste na contração de empréstimos ou na utilização de diversos instrumentos financeiros para aumentar o retorno potencial de um investimento, ou seja, é o montante de dívida utilizado para financiar a empresa*”. Oliveira, Ana Perestrelo de (2015), 2.ª edição, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, p. 30.

⁹ Este reconhecimento da importância da fiscalidade foi ainda reforçado por Farrar e Selwyn (1967), que para além da consideração da tributação ao nível das sociedades, reconheceram a importância da tributação do rendimento dos investidores. De facto, estes autores demonstraram que os investidores preferem ser remunerados sob a forma de ganhos de capital quando a taxa de imposto sobre estes é inferior à taxa de imposto sobre os dividendos, independentemente do nível de endividamento da empresa. Vide, Martins, António (1997), *A influência da fiscalidade na estrutura de capital das empresas*, disponível em: https://digitalis-dsp.uc.pt/bitstream/10316.2/25064/1/NotasEconomicas9_artigo2.pdf?ln=pt-pt, p. 41.

A doutrina tem por isso entendido que o valor da empresa se deve definir de acordo com a seguinte fórmula¹⁰:

$$\text{Valor da empresa endividada} = \text{Valor da empresa não endividada} + \text{valor atual da poupança fiscal relativa aos juros da dívida} - \text{valor atual dos custos de } \textit{financial distress}$$

Daqui resulta que, apesar dos *financial distress costs*, a vantagem fiscal decorrente da utilização de capitais alheios não é anulada, podendo afirmar-se que a mesma será tanto maior quanto mais alta for a taxa de imposto sobre o lucro das empresas.

Face ao exposto, a conclusão a que se chegou quanto à estrutura ótima de capital das empresas foi a de que as mesmas não poderão cingir a sua base de financiamento a capitais alheios, nem tão pouco apenas a capitais próprios, face tanto às vantagens decorrentes da poupança fiscal da dívida, quanto aos custos de *stress* financeiro que esta acarreta.

2. Formas de financiamento através de capitais próprios

2.1 Ações

A forma primária de angariação de capitais pelas sociedades passa pelas entradas realizadas pelos sócios que dão origem às participações sociais (partes sociais, quotas ou ações, dependendo do tipo societário em causa).

No que em particular respeita às ações, da perspetiva do investidor, as ações são também produtos financeiros, nomeadamente valores mobiliários¹¹ (artigo 1.º, alínea a), do CVM) e, portanto, instrumentos financeiros, consubstanciadores do conjunto de direitos e deveres inerentes à condição de sócio de uma sociedade anónima.

¹⁰ Segue-se Carlos, Américo Brás (2010), 3.ª edição, *Impostos – Teoria Geral, Coimbra, Almedina*, p. 267.

¹¹ Do ponto de vista do conteúdo, os valores mobiliários dividem-se, fundamentalmente, em duas categorias: os valores de participação social, que se identificam com as ações, e os valores obrigacionais, que consistem num ou vários direitos de crédito sobre a entidade emitente, compreendendo, *inter alia*, as obrigações. *Vide*, Castro, Carlos Osório de (1998), *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, Universidade Católica Portuguesa, p. 70.

Enquanto forma de investimento, as ações caracterizam-se por exprimir uma quota-parte do capital social da sociedade, valorizando-se em caso de prosperidade da sociedade e depreciando-se na situação inversa. Assim, as ações não garantem ao acionista um direito de crédito em sentido próprio, na medida em que, com as respetivas entradas, aqueles não ficam titulados com o direito a uma contrapartida certa, antes assumem o risco do negócio com o objetivo de alcançarem uma remuneração superior àquela que resultaria do mero reembolso do crédito e dos respetivos juros. Nestes termos, o capital social para o qual os acionistas contribuem com as respetivas entradas constitui um fundo de garantia para os credores da sociedade, em contrapartida do benefício da responsabilidade limitada.

Olhando para o objetivo de financiamento associado às ações, as mesmas podem ser objeto de emissão¹² aquando da constituição da sociedade ou em resultado de um aumento de capital. Ora, o processo de emissão¹³ é estruturado em diversas fases¹⁴:

- (i) Deliberação de emissão pela entidade emitente¹⁵;
- (ii) Divulgação da oferta / colocação das ações, diretamente pelo emitente ou através de intermediário (sendo obrigatória a intervenção de intermediário nas ofertas públicas em que seja obrigatório o prospeto¹⁶);

¹² A emissão de valores mobiliários que não tenham sido destacados de outros valores mobiliários está sujeita a registo junto do emitente – *cf.* artigo 43.º do CVM.

¹³ A emissão de ações, seguida da respetiva subscrição, enquanto modo de aquisição originário de ações, distingue-se da aquisição de ações já existentes através da respetiva transmissão (aquisição derivada). A emissão e subscrição de ações realiza-se em mercado primário, ao passo que a transmissão das mesmas pelos respetivos titulares se processa em mercado secundário. Relativamente a esta última, o modo como se realiza depende da forma das ações (escriturais ou tituladas), mas a transmissão das ações em mercado implica sempre a intervenção de um intermediário financeiro, que recebe as ordens de introdução das ações em mercado e posteriormente as transmite.

¹⁴ Neste sentido, Oliveira, Ana Perestrelo de, *op. cit.*, pp. 58 e 59.

¹⁵ Uma vez que a emissão de ações implica uma alteração estatutária (ao nível do montante do capital social), por princípio, apenas a assembleia geral terá a possibilidade de deliberar a emissão de ações (artigo 85.º, n.º 1, do CSC). Contudo, em situações especiais, o artigo 456.º do CSC prevê a possibilidade de o conselho de administração deliberar o aumento de capital por entradas em dinheiro, caso o contrato social expressamente o autorize, durante um período temporalmente limitado (no máximo por 5 anos). Também no caso de empresas submetidas a planos de recuperação é excecionalmente admitido o aumento de capital por deliberação da assembleia de credores (*cf.* 198.º, n.ºs 2 e 4, do CIRE).

¹⁶ O prospeto, por sua vez, é exigível nos casos previstos no artigo 134.º do CVM.

- (iii) Período de subscrição, no âmbito do qual são feitas as declarações de subscrição. No caso das ações escriturais é neste período que se abrem as contas de subscrição;
- (iv) Emissão dos títulos ou registo em contas individualizadas, no caso das ações escriturais.

A emissão de ações tem, contudo, influência não apenas ao nível do financiamento da empresa, mas também do próprio equilíbrio de poderes na sociedade emitente, atento o facto de a ação incorporar uma posição de socialidade que aglutina direitos e deveres patrimoniais e políticos. Com efeito, em virtude da aquisição do direito de voto, os novos acionistas passam a poder interferir na atividade da sociedade emitente, o que acarreta também riscos de diluição do controlo societário.

Por outro lado, uma nova emissão de ações pode implicar a criação de categorias de ações distintas das pré-existentes. De facto, as ações podem ter conteúdos diversos, *i.e.*, “*a posição dos sócios nas sociedades anónimas não tem de ser uniforme*”¹⁷, desde que a indicação expressa do número de ações e dos direitos atribuídos a cada categoria (formada pelas ações que compreendem direitos iguais – artigo 302.º, n.º 2, do CSC) conste do contrato de sociedade nos termos da alínea c) do artigo 272.º do CSC¹⁸.

Assim, de acordo com o tipo de direitos em causa, as ações podem qualificar-se como (i) ações ordinárias, (ii) ações privilegiadas e (iii) ações diminuídas¹⁹.

Quanto às primeiras, são as que integram os direitos e deveres tipicamente atribuídos pela lei às ações em geral (direitos inerentes à participação social). As ações privilegiadas²⁰, por sua vez, conferem aos respetivos titulares uma posição de vantagem ou privilégio face aos demais acionistas titulares de ações ordinárias, na medida em que contêm direitos especiais. Finalmente, as ações diminuídas apresentam desvantagens face às ações ordinárias, por não

¹⁷ *Vd. Braz, Poirier (2015), Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, p. 87. *apud* Dias, Cristiano (2015), *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, p. 282.

¹⁸ No caso particular das ações de fruição entende-se que as mesmas não têm de estar previstas no contrato, na medida em que resultam de uma deliberação de amortização de ações ordinárias com reembolso do valor nominal e sem redução do capital social. Neste sentido, *cf.* Almeida, António Pereira de (2013), 7ª edição, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume II*, Coimbra, Coimbra Editora, p. 49.

¹⁹ Refira-se que os titulares de cada categoria de ações (com exceção das ações ordinárias) reúnem-se e deliberam em assembleias especiais de acionista, que funcionam de forma idêntica às assembleias gerais (artigo 389.º, n.ºs 1 e 3, do CSC). Assim, Almeida, António Pereira de, *op. cit.*, p. 43.

²⁰ Como exemplo, deixam-se as ações preferenciais sem voto, abaixo descritas.

conferirem aos respetivos titulares direitos tipicamente incorporados nas participações sociais²¹.

2.2 Prémios de emissão

Os prémios de emissão constituem uma fonte de financiamento das sociedades que assume particular relevância no âmbito de aumentos de capital, na medida em que permitem assegurar uma igualdade entre os antigos e os novos acionistas sempre que a sociedade se encontre valorizada face à sua situação inicial. Neste sentido, a legislação societária determina que o prémio de emissão associado à emissão de ações consiste na "*diferença para mais entre o valor nominal e a quantia que os acionistas tiverem desembolsado para as adquirir ou, no caso de ações sem valor nominal, o montante do capital correspondentemente emitido*" (cf. artigo 295.º, n.º 3, alínea a) do CSC).

Assim, é comum referir-se que o prémio de emissão "*representa o “preço” que os novos acionistas deverão pagar como contrapartida do direito que proporcionalmente adquiriram sobre as componentes positivas do património líquido da sociedade que excedem o respetivo capital social nominal*".²²

O enquadramento do prémio de emissão no âmbito do artigo 295.º, n.º 2, alínea a), do CSC leva a doutrina a qualificá-lo como uma "reserva legal especial". Esta equiparação à reserva legal suscita dúvidas quanto à indisponibilidade do prémio de emissão, atendendo a que a legislação societária prevê, no artigo 296.º do CSC, que a reserva legal deverá ser utilizada apenas:

- a) Para cobrir a parte do prejuízo acusado no balanço do exercício que não possa ser coberto pela utilização de outras reservas;
- b) Para cobrir a parte dos prejuízos transitados do exercício anterior que não possa ser coberto pelo lucro do exercício nem pela utilização de outras reservas; e
- c) Para incorporação no capital.

²¹ O destaque aqui vai para as ações de fruição – cf. nota de rodapé n.º 18.

²² Cf. Antunes, José Engrácia (2008), "Cobertura de Prejuízos Sociais Transitados e Reserva de Prémios de Emissão", in *Ars Iudicandi - Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor António Castanheira Neves, Volume II: Direito Privado*, Coimbra, Coimbra Editora, p. 81.

Neste sentido, se por um lado existem autores a defender que a reserva constituída através da subscrição do prémio de emissão é absolutamente indisponível, isto é, fica sempre e necessariamente subordinada, sem limite, ao prévio esgotamento das reservas livres e estatutárias; por outro lado, alguma doutrina defende que o regime de indisponibilidade do artigo 296.º do CSC apenas funciona até ao limite da reserva legal (um quinto do capital social), deixando o prémio de emissão de estar sujeito àquele regime quando os valores da reserva legal ultrapassem um quinto do capital social²³.

Ora, face ao que se disse, parece-nos ser mais defensável esta última posição, precisamente porque é a única que garante que o regime do prémio de emissão não fica prejudicado face ao próprio regime das reservas legais *stricto sensu, i.e.*, é a única que garante que os prémios de emissão não têm um tratamento mais gravoso que o da própria reserva legal geral. Isto significa que apenas o montante do prémio de emissão necessário para cobrir a reserva legal (que deverá corresponder a 1/5 do capital social) não será de utilização livre para as sociedades.

2.3 Outras prestações de capital: obrigações acessórias e prestações suplementares

2.3.1 Obrigações acessórias à obrigação de entrada

A obrigação de entrada corresponde à principal obrigação dos sócios, conforme resulta, desde logo, do disposto no artigo 980.º do CC, bem como do artigo 20.º do CSC.

Com efeito, sendo o contrato de sociedade um contrato oneroso, a atribuição de uma participação social terá inevitavelmente de ter como contrapartida uma contribuição efetiva com bens (ou serviços, no caso das sociedades que admitem sócios de indústria).

No entanto, nem todas as contribuições dos sócios se esgotam na obrigação de entrada, como resulta do disposto nos artigos 209.º e 287.º do CSC, onde se regulam as obrigações acessórias, respetivamente, nas sociedades por quotas e anónimas.

As obrigações acessórias podem assumir diversas configurações, já que a lei não limita o respetivo objeto. Neste sentido, podem corresponder a uma prestação de *dare, facere* ou *non facere*, realizada por um ou todos os sócios e com ou sem contrapartida, nos termos fixados pelo contrato social (o qual deve fixar os elementos essenciais da obrigação).

²³ Cf. Antunes, Engrácia, *op. cit.*, p. 107.

No entanto, note-se que, ainda que a prestação seja onerosa, o reembolso da prestação não está dependente da existência de lucros de exercício pela sociedade, o que torna aceitável que se considere que estas obrigações corporizam um crédito da sociedade sobre os sócios. Neste sentido, se forem onerosas ou restituíveis independentemente da situação líquida da sociedade, as prestações acessórias são contabilizadas como passivo (capital alheio).

Adicionalmente, salvo disposição contratual em contrário, a falta de cumprimento das obrigações acessórias não afeta a participação social do sócio, espoletando apenas as consequências gerais do incumprimento das obrigações.

2.3.2 Prestações suplementares de capital

As prestações suplementares (consagradas no artigo 210.º e ss. do CSC para as sociedades por quotas) são exigidas aos sócios quando o contrato de sociedade o permitir. Apesar de terem sempre dinheiro como objeto, as mesmas não vencem juros, o que significa que são gratuitas.

Para que sejam permitidas, o contrato social deverá fixar:

- a) O montante global das prestações suplementares (montante máximo);
- b) Os sócios que ficam obrigados a efetuar tais prestações; e
- c) O critério de repartição das prestações suplementares entre os sócios a elas obrigados.

A exigibilidade das prestações suplementares depende, contudo, de deliberação dos sócios que fixe o montante e o prazo de prestação, o qual não pode ser inferior a 30 dias a contar da comunicação aos sócios. Adicionalmente, a deliberação só pode ter lugar após interpelação dos sócios para cumprimento das respetivas obrigações de entrada (*cf.* artigo 211.º, n.º 2, do CSC).

A estas prestações aplica-se o princípio da conservação do capital social, de tal modo que a respetiva restituição apenas poderá ocorrer se a situação líquida da sociedade não ficar inferior à soma do capital social e da reserva legal. Neste sentido, a restituição fica dependente de deliberação da assembleia geral (artigo 213.º, n.º 2, do CSC) e da interpelação dos sócios para liberação das respetivas quotas.

O incumprimento da obrigação de efetuar prestações suplementares é causa de exclusão do sócio (*cf.* artigos 212.º, n.º 1, e 204.º e 205.º do CSC).

No que concerne à admissibilidade das prestações suplementares nas sociedades anónimas, a respetiva previsão apenas na secção do código referente às sociedades por quotas suscita divergências doutrinárias neste âmbito.

Se, por exemplo, Paulo Olavo Cunha recusa a aplicação analógica deste instituto às sociedades anónimas, defendendo que “*tal pretensão se afigura incompatível com o anonimato que caracteriza a participação na sociedade anónima e, sobretudo, com a sanção correspondente à violação da obrigação de efetuar prestações suplementares: a perda da qualidade de sócio (...)*”²⁴, Ana Perestrelo de Oliveira contesta esta posição, chamando à colação o regime das prestações acessórias²⁵. Na verdade, atendendo a que as prestações acessórias podem ter qualquer objeto, será sempre admissível, no âmbito da autonomia privada, que as partes fixem uma prestação acessória condicionada a deliberação dos sócios, sem direito à restituição ou com direito restringido em função da conservação do capital social e com a exclusão do sócio como consequência do incumprimento. Ora, uma obrigação de prestação acessória assim erigida em nada diferiria do regime das prestações suplementares, pelo que não se vislumbram razões que, materialmente, obviem ao reconhecimento do instituto das prestações suplementares nas sociedades anónimas.

3. Formas de financiamento através de capitais alheios: as obrigações

Os capitais alheios podem ser obtidos diretamente junto de investidores – tipicamente através da emissão de obrigações – ou indiretamente através da obtenção de empréstimos junto dos bancos e de outros mutuantes.

Tendencialmente, as pequenas e médias empresas veem o seu financiamento alheio mais restringido ao crédito bancário, porquanto a sua dimensão e ausência de *rating* lhes dificulta o acesso ao mercado das obrigações a taxas razoáveis. Não obstante, cingindo-nos ao investimento direto, a principal fonte de financiamento é, de facto, a que resulta da emissão de obrigações, atenta a possibilidade de adaptação das respetivas características às necessidades concretas da empresa²⁶.

²⁴ Vide Cunha, Paulo Olavo (2010), 4ª edição, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, p. 485.

²⁵ Cf. Oliveira, Ana Perestrelo de, *op. cit.*, p. 68.

²⁶ A importância do financiamento através de obrigações e nomeadamente as respetivas virtudes associadas à redução da dependência do financiamento bancário justificam as tentativas de impulsionar este setor, designadamente através da sujeição destes produtos a regimes de tributação mais favoráveis. Assim se explica que, entre nós, tenha sido erigido o regime especial de tributação de rendimentos de valores mobiliários representativos de dívida (Decreto-Lei n.º 183/2005, de 7 de novembro, alterado,

No que respeita à sua natureza, a obrigação é um valor mobiliário (artigo 1.º, alínea b), do CVM) que “*representa um direito de crédito sobre a entidade emitente*” (artigo 348.º do CSC). Assim, o titular da obrigação corresponde essencialmente a um credor da entidade emitente, surgindo tipicamente como relação jurídica de base deste valor mobiliário o contrato de mútuo.

Em termos societários, para além das sociedades anónimas, estão ainda autorizadas a emitir obrigações as sociedades em comandita por ações (artigo 478.º do CSC) e as sociedades por quotas (Decreto-Lei n.º 160/87, de 3 de abril)²⁷.

O funcionamento da obrigação pode, de forma simples, ser descrito como se segue: o titular da obrigação – credor obrigacionista – tem o dever de entregar fundos à entidade emitente, a qual, em contrapartida, se encontra vinculada à obrigação de restituir o montante mutuado²⁸ e, sendo acordado, os respetivos juros²⁹.

A posição dos credores obrigacionistas é, todavia, assegurada através da possibilidade, concedida pelos artigos 355.º e 366.º do CSC, de os mesmos se organizarem em assembleias de obrigacionistas, de tal modo que caso se pretenda propor uma alteração às condições do mútuo, a mesma está dependente do consentimento dos obrigacionistas através de uma deliberação em assembleia. Tal deliberação encontra-se sujeita, na primeira data fixada, a aprovação por metade dos votos correspondentes a todos os obrigacionistas e, na segunda data fixada, à aprovação por dois terços dos votos emitidos (artigo 355.º, n.º 7, do CSC).

mais recentemente, pela Lei n.º 83/2013, de 9 de dezembro), o qual concede uma isenção de IRS e IRC aos rendimentos derivados destes instrumentos, qualificados como rendimentos de capitais ou mais-valias, obtidos por não residentes em Portugal.

²⁷ Para além das sociedades comerciais, podem ainda emitir obrigações as Cooperativas (artigo 30.º do Código Cooperativo), os ACE e AEIE (Base II, n.º 4, da Lei n.º 4/73, de 4 de junho e artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 148/90, de 9 de maio) e as instituições de crédito, de acordo com o RGICSF.

²⁸ O direito ao reembolso do capital mutuado tem vindo, contudo, a ser colocado em causa em resultado da crescente dinâmica das modalidades das obrigações, nomeadamente em virtude dos prazos de vencimento fixados e do próprio conteúdo da obrigação de restituição. Quanto ao prazo de vencimento, a admissibilidade de obrigações perpétuas - que se caracterizam pelo facto de não preverem uma data de vencimento, isto é, não pré-fixarem um momento para o reembolso ao investidor do capital aplicado – vem permitir que o reembolso possa, na prática, nunca vir a ocorrer. Relativamente ao conteúdo da obrigação de restituição merecem destaque as obrigações estruturadas, nas quais o reembolso está dependente do desempenho de outro ativo, instrumento ou contrato financeiro (derivado embutido). Neste caso, o rendimento da obrigação dependerá, proporcionalmente ou não, da variação do valor do indexante, podendo ser considerados como indexantes ou ativos subjacentes instrumentos financeiros tão diversos como ações, índices bolsistas, matérias-primas ou taxas de câmbio ou de juro. Neste sentido, *vide* Câmara, Paulo, *op. cit.*, p. 138.

²⁹ O direito ao juro é destacável, dando origem a novos valores mobiliários se cumpridos os requisitos do artigo 1.º, alínea f), do CVM, *i.e.*, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão.

Adicionalmente, os credores obrigacionistas dispõem ainda de direitos de informação, exercidos através de representante comum (artigos 293.º e 359.º do CSC).

Esta posição dos obrigacionistas na sociedade explica que a emissão de obrigações deva, em regra, nas sociedades anónimas, ser deliberada pelos acionistas (artigo 350.º do CSC), a menos que o contrato de sociedade autorize a respetiva deliberação pelo conselho de administração.

No que respeita às modalidades de obrigações, não existe, é certo, uma lista exaustiva, dada a constante evolução da prática societária, mas o artigo 360.º do CSC contém uma enumeração exemplificativa das modalidades de valores mobiliários representativos da dívida mais utilizadas.

Neste âmbito é comum proceder-se à distinção das obrigações (i) em função do tipo de crédito que é incorporado no valor mobiliário e (ii) em função do prazo de maturidade. Relativamente à primeira distinção, contrapõem-se as obrigações que titulam créditos privilegiados³⁰, as quais asseguram uma posição preferencial na graduação de créditos em situação de liquidação da sociedade emitente, às obrigações representativas de dívida subordinada, em que, em caso de insolvência do emitente, o credor obrigacionista só pode ser pago depois de satisfeitos todos os credores comuns. Em função do prazo de maturidade, temos tipicamente obrigações de curto e longo prazo.

Uma nota deve ainda ser deixada quanto às obrigações de cupão zero. Por regra, a obrigação prevê o pagamento periódico de juros. Todavia, nas obrigações de cupão zero o juro apenas é pago no final do empréstimo, isto é, só quando se vence o capital é que o emitente devolve os fundos mutuados e o respetivo juro. Na prática, nestes casos, o juro resulta do facto de as obrigações serem subscritas abaixo do par (por valor inferior ao valor nominal) ou de o reembolso ser feito acima do valor nominal.

Finalmente, cumpre referir que – com exceção das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, das sociedades que apresentam notação de risco da emissão (atribuída por sociedade de notação de risco registada na CMVM), das instituições de crédito e sociedades financeiras e das emissões cujo reembolso seja assegurado por garantias especiais constituídas a favor dos obrigacionistas – são impostos limites ao endividamento através de obrigações, as quais não podem exceder o dobro dos capitais próprios do emitente,

³⁰ Como exemplo refiram-se as obrigações sobre o setor público.

tomando em consideração a soma do preço de subscrição de todas as obrigações emitidas e não amortizadas (artigo 349.º do CSC).

4. O problema da subcapitalização³¹

Nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas a responsabilidade dos sócios é limitada. Tal significa que só o património social responde perante os credores sociais, os quais não podem recorrer ao património pessoal daqueles para satisfazerem os seus créditos, na medida em que os sócios apenas se responsabilizam face à sociedade pela realização das entradas subscritas.

Desta forma, vendo-se apenas com uma garantia patrimonial que poderá ser diminuta, os credores sentem muitas vezes a necessidade de exigir garantias adicionais, nomeadamente garantias pessoais dos sócios. A consequência é, pois, o condicionamento da sociedade ao recurso a capital alheio junto dos próprios sócios (nomeadamente via suprimentos). Esta incapacidade de obtenção de fundos pode conduzir à inviabilidade da prossecução da respetiva atividade e, sendo esta uma realidade estrutural, à subcapitalização da sociedade.

Seguindo Rui Pinto Duarte³², a subcapitalização corresponde a uma situação em que o valor do capital próprio das empresas é inferior ao considerado exigível, de acordo com um certo critério ou para a consecução de um determinado fim. A subcapitalização pode, assim, ser originária, se a sociedade se constitui com um capital desde logo reduzido, ou superveniente, se resultar de perdas subsequentes do capital por excesso de endividamento.

Ademais, no seio da doutrina é usual a distinção entre a subcapitalização material e a subcapitalização nominal. Na subcapitalização material há uma efetiva insuficiência de fundos, quer próprios, quer alheios; na subcapitalização nominal, os sócios suprem as necessidades de capital da sociedade para o desenvolvimento do seu objeto social através de suprimentos, em vez de aumentos de capital social.

³¹ A Subcapitalização, aplicada ao estrito domínio fiscal, é uma decorrência do fenómeno da Infracapitalização que, em termos jurídico-comerciais, corresponde à insuficiência de Capital Social subscrito pelos Sócios.

³² Duarte, Rui Pinto (2011), “A Subcapitalização das Sociedades – Notas de Direito Privado e de Direito Fiscal”. *In Estudos em memória do Prof. Doutor J.L. Saldanha Sanches, Vol. IV*, Coimbra, Coimbra Editora, p. 1066.

Neste sentido, também no âmbito da subcapitalização as empresas deparam-se com duas soluções imediatas: o financiamento interno, com recurso a capitais próprios, e o financiamento externo. Conforme se aflorou acima, tais vias distinguem-se, essencialmente, pelo seguinte³³:

O capital próprio...

- i. É fornecido à sociedade pelos sócios;
- ii. A sua remuneração depende da existência de lucros, pelo que não é certa;
- iii. Não pode ser distribuído sem que os sócios o deliberem e esta deliberação só é válida se o património líquido da sociedade não for, nem se tornar, inferior à soma do seu capital social e das suas reservas legais ou estatutárias (artigos 31º e 32º do CSC);
- iv. Permanece na sociedade por tempo indeterminado e, na insolvência ou liquidação da sociedade, só pode ser restituído aos sócios uma vez satisfeitos todos os credores sociais;

O capital alheio...

- i. É fornecido à sociedade por terceiros;
- ii. O seu fornecimento é transitório, dura apenas um certo período de tempo, findo o qual o credor pode exigir a restituição, à qual acresce, normalmente, uma retribuição;
- iii. Não está sujeito ao princípio da intangibilidade do capital social, pelo que deverá ser reembolsado mesmo que o capital próprio da sociedade seja inferior à soma do capital social e das reservas legais e estatutárias;
- iv. No concurso falimentar, os credores sociais são citados para reclamar o reembolso do capital.

Do lado do investidor, todas estas características evidenciam um maior risco do capital próprio face ao alheio.

Além das características, também ao nível das funções há uma dissociação entre o capital próprio e o capital alheio. Se a função de financiamento é comum às duas origens de capital, são por outro lado exclusivas do capital próprio as funções de *constituição*, de *conservação* e de *responsabilidade*.

Quanto à primeira, a mesma resulta do facto de o CSC, genericamente, só permitir a constituição de sociedades quando dotadas de um montante mínimo de capital próprio.

³³ Segue-se aqui Pinto, Alexandre Mota (2002), *Do Contrato de Suprimento - O Financiamento da Sociedade entre Capital Próprio e Capital Alheio*, Almedina, pp. 22 e 27 e ss.

Relativamente à função de conservação do capital próprio, tal função permite que a sociedade absorva e compense a verificação transitória de perdas, ao passo que a função de responsabilidade garante que as perdas afetarão primeiro o capital próprio, só chegando a afetar o alheio se o primeiro for completamente consumido. Além disso, em caso de falência, o capital próprio só será reembolsado depois de pago todo o capital alheio.

A distinção que se operou permite, desde logo, desvendar que o recurso a capital alheio não resolve o problema da subcapitalização nominal (apesar de atenuar a subcapitalização material), na medida em que pressupõe um reembolso compulsório e o pagamento de juros. Neste sentido, as únicas vias teoricamente eficazes para solucionar a subcapitalização nominal passariam pela obrigatoriedade de aumento do capital social e pela elevação do capital mínimo legal para a constituição das sociedades.

Porém, os limiares mínimos de capital social para a constituição de sociedades no ordenamento jurídico português ou não existem (no caso das sociedades por quotas) ou são insignificantes (Euro 50.000, no caso das sociedades anónimas). Ademais, em Portugal o regime da perda de metade do capital social é meramente informativo (*cf.* artigo 35.º do CSC), de tal modo que, perante uma situação de perda do capital social a administração da sociedade apenas tem a obrigação de informar os sócios (obrigação de publicidade interna), ficando a tomada de decisão quanto à implementação de medidas para sanar aquele problema na discricionariedade destes últimos. Com efeito, no artigo 35.º do CSC apenas se impõe que, em caso de perda de metade do capital social, ou havendo fundadas razões para admitir que essa perda se verifica, os gerentes devem convocar a assembleia geral e os administradores requerer essa convocação, de molde a que os sócios sejam informados da realidade social e possam ter a possibilidade de adotar as medidas que entenderem por convenientes. Isto é, a obrigação de convocação da assembleia geral é, atualmente, a única obrigação que impende sobre os gerentes e administradores das sociedades, já não existindo sequer a obrigação de os gerentes ou administradores apresentarem propostas com o objetivo de repor o equilíbrio financeiro da sociedade.

Adicionalmente, face a uma situação de perda grave do capital social, se os sócios decidirem não aplicar qualquer medida corretiva, a sociedade apenas terá que publicitar essa situação, nos termos do n.º 2 do artigo 171.º do CSC.

Atendendo à inexistência de normas que efetivamente assegurem a congruência entre o capital social e a atividade desenvolvida pela sociedade e face ao que acima se referiu quanto ao maior risco, para os investidores, da concessão de financiamento através de capital próprio, a principal via utilizada pelos sócios para obviarem à subcapitalização, sobretudo nas sociedades por quotas, corresponde aos suprimentos³⁴. De facto, pode mesmo dizer-se que a principal motivação do contrato de suprimento é a necessidade de suprir uma situação de subcapitalização, embora, naturalmente, possam existir outras que adiante se explicitarão.

Ora, apesar de em termos teóricos a capitalização da sociedade através de suprimentos não solucionar o problema da subcapitalização nominal, o qual apenas seria resolvido através da concessão de fundos que integrassem o capital próprio da sociedade, a verdade é que os suprimentos permitem, ainda assim, que se satisfaçam as necessidades financeiras imediatas da sociedade, viabilizando a prossecução do respetivo objeto social, sem que os demais credores fiquem perigosamente prejudicados, dada a proteção que lhes é conferida pelo regime previsto no artigo 245.º do CSC e que adiante se desenvolverá.

Pode, é certo, acontecer que esta modalidade de financiamento provoque uma distorção no funcionamento da sociedade, na medida em que, substituindo-se aos devidos aumentos de capital, determine que a sociedade se mantenha artificialmente a viver acima dos seus próprios meios. Todavia, prevalecem aqui os imperativos de liberdade económica e de financiamento que são um dos fundamentos do contrato de suprimento.

Na verdade, ao associar-se a uma sociedade de responsabilidade limitada, o sócio não pode ser forçado a ir além das suas entradas. Não só não pode a sociedade exigir-lhe unilateralmente outras prestações a que aquele não se tenha ou seja (por força da lei) obrigado, como ele poderá escolher o meio pelo qual, se quiser, vai financiar a sociedade.

Ora, face à sua antiguidade e à sua recorrente utilização, os suprimentos poderão ser considerados como os precursores dos instrumentos financeiros híbridos, porquanto, sendo disponibilizados por entes que controlam os negócios da sociedade beneficiária - porque detêm participações sociais - partilham das principais características dos capitais alheios acima mencionadas. Assim, a nossa incursão pelos instrumentos híbridos não poderia começar de outra forma que não pela aclaração do regime dos suprimentos.

³⁴ Para além dos suprimentos, são apontadas como outras soluções de combate à subcapitalização a desconsideração da personalidade coletiva e a responsabilização dos gerentes e administradores.

Capítulo II - Contribuições na origem dos instrumentos híbridos: os suprimentos

Como refere Rui Pinto Duarte, “a prática de os sócios porem à disposição das sociedades outros fundos para além das suas contribuições para o capital social deve ser tão antiga quanto as próprias sociedades comerciais”³⁵. Este entendimento resultava evidente não apenas da prática comercial, mas das próprias leis, de que é exemplo o Código de Ferreira Borges (1833)³⁶, o qual previa já as seguintes práticas:

- i. Contas-correntes entre sócios e sociedades;
- ii. Adiantamentos de fundos pelos sócios às sociedades, designadamente por meio de pagamento de despesas a cargo das sociedades;
- iii. Não levantamento de dividendos.

Inicialmente os suprimentos eram, neste contexto, apenas mais um dos meios de financiamento dos sócios às sociedades, sendo encarados pela maioria da doutrina e pela generalidade da jurisprudência como simples “empréstimos dos sócios”. Tal determinava que ficassem sujeitos à disciplina dos artigos 394.º a 396.º do CCom, quando os dinheiros cedidos fossem destinados à prática de atos de comércio. Daqui resulta que os suprimentos se encontravam órfãos de um regime legal próprio e autónomo.

Mas esta inicial recondução da figura ao mútuo foi-se revelando insuficiente para tutelar os interesses dos credores externos da sociedade, o que levou à constatação de que os suprimentos encerravam particularidades jurídicas e sociais que não poderiam ser desprezadas.

Desde logo, quando se assumissem como sucedâneos de aumentos de capital, seria pernicioso para os interesses societários que, por exemplo, um sócio-credor de suprimentos exigisse, sem que tal fosse de prever, a restituição imediata dos montantes mutuados à sociedade, levando-a, por hipótese, à falta de liquidez e à consequente incapacidade de prosseguir o seu objeto social.

Por outro lado, a pura e simples aplicação do regime do mútuo aos suprimentos determinava que o sócio-credor, em caso de insolvência ou de liquidação, não se distinguisse dos demais credores. Mas mais: os credores sociais passariam a concorrer com um sócio-credor

³⁵ Duarte, Rui Pinto (2008), “Suprimentos, prestações acessórias e prestações suplementares – notas e questões”, *In Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, p. 257.

³⁶ Cf. nomeadamente os artigos 554.º, 656.º e 661.º.

que conhece e, muitas vezes, dirige os negócios sociais, podendo até ter uma quota de responsabilidade numa eventual situação de insolvência.

A estes inconvenientes juntava-se o facto de o suprimento não ter necessariamente de corresponder a uma entrega em dinheiro ou de outro bem fungível, podendo decorrer de um não levantamento de lucros distribuídos ou da não cobrança de qualquer outro crédito do sócio.

É neste contexto e muito por influência daquilo que se ia passando na Alemanha, que surge um estudo de Raúl Ventura, designado “Apontamentos para a Reforma das Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada”, em 1969, considerado o precursor do novo conceito de suprimento que no CSC (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro) se assumiu como uma realidade contratual específica e autónoma face a outros negócios jurídicos.

Ora, da definição legal do contrato de suprimento constante do artigo 243.º, n.º 1, do CSC resultam duas modalidades, aproximando-se a primeira da noção legal do contrato de mútuo constante do Código Civil (artigo 1142.º) e correspondendo a segunda (diferimento do vencimento de créditos do sócio à sociedade) à maior novidade, por não constar anteriormente da lei como realidade consubstanciadora dos suprimentos. Como elemento essencial para a caracterização deste contrato surge a duração da disponibilidade dos bens pela sociedade.

Das regras constantes do CSC sobre o regime do “contrato de suprimento” decorre o objetivo geral de tornar a posição dos sócios-credores menos favorável do que a dos credores comuns. É assim que:

- i. Caso não seja estabelecido prazo para o reembolso dos suprimentos, o Tribunal, ao fixar o prazo, deve ter em conta as consequências que o reembolso acarretará para a sociedade (artigo 245.º, n.º 1, do CSC);
- ii. Os credores por suprimento não podem requerer, por esses créditos, a falência da sociedade (artigo 245.º, n.º 2, do CSC);
- iii. Decretada a falência ou dissolvida por qualquer causa a sociedade, os suprimentos só podem ser reembolsados depois de satisfeitas as dívidas da sociedade para com terceiros (artigo 245.º, n.º 3, alínea a), do CSC);
- iv. Nessa situação de falência ou dissolução, não é admissível a compensação de créditos da sociedade com créditos de suprimentos (artigo 245.º, n.º 3, alínea b) do CSC);
- v. O reembolso de suprimentos efetuado no ano anterior à sentença declaratória de falência é resolúvel (artigo 245.º, n.º 5, do CSC); e

- vi. A sociedade não pode prestar garantias reais relativas a obrigações de reembolso de suprimentos (artigo 245.º, n.º 6, do CSC).

Introduzido o contexto originário e atual dos suprimentos, seguir-se-ão as questões problemáticas que lhes estão subjacentes.

1. Os suprimentos, entre o capital próprio e o capital alheio

Com a realização de suprimentos, os sócios procuram atingir “o melhor dos dois mundos”. Por um lado, sendo sócios, veem a sua responsabilidade limitada e possivelmente já esgotada, além de beneficiarem dos direitos correspondentes à conformação da vida societária e aos lucros. Como credores de suprimentos investem na empresa, podendo obter juros remuneratórios, sem aumentarem a sua responsabilidade.

Contudo, desde a consagração legal da figura no Código das Sociedades Comerciais que os suprimentos assumem a qualidade de fundos responsáveis pelas dívidas sociais, só podendo ser reembolsados aos sócios-credores depois de inteiramente satisfeitas as dívidas perante terceiros (artigo 245.º, n.º 3, alínea a), do CSC). Esta norma confere aos suprimentos uma consequência jurídica típica do capital próprio, o que demonstra que a perspetiva contabilística dos suprimentos é demasiado rígida ao incluí-los no passivo por força da sua aproximação ao mútuo³⁷.

Neste sentido, cumpre indagar brevemente da natureza de capital próprio ou alheio dos suprimentos.

Segundo Raúl Ventura, “*a justificação do regime global dos suprimentos assenta na função social que eles vão exercer*”³⁸. O que significa que se as necessidades financiadas pelos suprimentos poderiam ser satisfeitas por meio de entradas de capital, então os suprimentos vão exercer uma função de capital próprio.

Diferentemente, caso, apesar do seu caráter de permanência, os suprimentos apenas se destinem à cobertura de carências de tesouraria, a sua função aproxima-se mais do capital alheio. Com efeito, citando Nuno de Oliveira Garcia e Rita Carvalho Nunes, “*é possível que os*

³⁷ De facto, os suprimentos realizados deverão ser contabilizados numa conta #2531 *Empresa-mãe – Suprimentos e outros mútuos*, sendo registados como passivo da sociedade.

³⁸ Ventura, Raúl (1989), *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais – Sociedades por Quotas*, Vol. II, Almedina, p.86.

*suprimentos prestados constituam em certos casos uma subespécie do género mais abrangente daquelas operações que visam introduzir ou aumentar liquidez, ou, por outras palavras, o fundo de maneio da sociedade*³⁹.

2. Do regime dos suprimentos

O contrato de suprimento encontra previsão e regulação nos artigos 243.º a 245.º do Capítulo IV do CSC, sob a epígrafe de “contrato de suprimento”, a propósito das sociedades por quotas.

De acordo com o n.º 1 do artigo 243.º do CSC, os suprimentos correspondem ao “*contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio convencionou com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos seus sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo carácter de permanência*”.

Do exposto resulta que um dos elementos essenciais deste tipo de contrato é a qualidade dos seus intervenientes⁴⁰, na medida em que o mesmo apenas poderá ser celebrado entre o sócio e a sociedade (“*o sócio convencionou com a sociedade*”), devendo a qualidade de sócio ser aferida no momento da celebração do contrato. Isto é, por princípio, os suprimentos não perderão a qualidade de suprimentos pelo facto de o credor vir a perder a qualidade de sócio.

Ademais, o contrato de suprimento terá como objeto típico o dinheiro. No entanto, a lei admite que os suprimentos tenham outros bens como objeto, nomeadamente outras coisas fungíveis.

No que respeita às modalidades de suprimentos, o artigo 243.º, n.º 1, do CSC torna evidente a existência de mais do que uma modalidade típica deste contrato. Assim, para além do mútuo realizado pelo sócio em benefício da sociedade, o referido artigo qualifica também como suprimentos os diferimentos de créditos detidos pelo sócio sobre a sociedade. Para além das modalidades tipicamente previstas, a doutrina e a jurisprudência admitem ainda como suprimentos os créditos resultantes de contratos de cessão do gozo de um bem e a aquisição

³⁹ Garcia, Nuno de Oliveira e Rita Carvalho Nunes (2009), “Suprimentos e respectiva cessão à luz do Código de Imposto do Selo - Os suprimentos como operações para cobertura de carências de tesouraria e a definição de reembolso para efeitos de Imposto do Selo”, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, ano VI, p. 455 a 470.

⁴⁰ Artigo 243.º, n.º 1, do CSC: “Considera-se contrato de suprimento o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade...”

pelo sócio de um crédito de terceiro sobre a sociedade (solução que, de certa forma, resulta do próprio artigo 243.º, n.º 5, do CSC).

O caráter de permanência do crédito constitui outro dos elementos essenciais deste tipo contratual. Reconhecendo a dificuldade de aferição deste critério, o legislador consagrou nos artigos 243.º, n.º 2, e 243.º, n.º 3, do CSC vários índices de permanência que, consistindo em presunções *iuris tantum*, serão ilidíveis. Assim, presumiremos que estamos perante suprimentos quando esteja em causa qualquer um dos seguintes casos:

- (i) *“Estipulação de um prazo de reembolso superior a um ano, quer tal estipulação seja contemporânea da constituição do crédito quer seja posterior a esta”* (vide n.º 2 do artigo 243.º do CSC);
- (ii) *“Diferimento do vencimento de um crédito”* superior a um ano, contando-se, para este efeito, o tempo decorrido desde a constituição do crédito até ao negócio de diferimento (vide n.º 2 do artigo 243.º do CSC);
- (iii) *“Não utilização da faculdade de exigir o reembolso devido pela sociedade durante um ano contado da constituição do crédito, quer tenha sido estipulado prazo, quer tenha sido convencionado prazo inferior”* (cf. n.º 3 do artigo 243.º do CSC);
- (iv) O não levantamento dos lucros distribuídos, decorrido um ano sobre a deliberação de distribuição (vide n.º 3 do artigo 243.º do CSC).

Deve realçar-se, contudo, que os referidos índices de permanência são meramente indicativos, de tal modo que, ainda que os mesmos não se verifiquem num caso concreto, os credores da sociedade poderão provar – por meio de outros elementos demonstrativos de que o empréstimo foi concedido com caráter de permanência – que determinados créditos concedidos pelos sócios à sociedade resultam de verdadeiros contratos de suprimentos. Evita-se, assim, que os índices de permanência sejam utilizados pelas partes de forma abusiva.

O contrato de suprimento caracteriza-se ainda por ser um contrato voluntário, meramente sujeito à vontade do sócio, e que poderá concretizar-se através de deliberação por maioria simples dos sócios (artigo 244.º, n.º 2, do CSC). Contudo, o artigo 244.º, n.º 3, do CSC determina que os suprimentos não se encontram dependentes da referida deliberação, o que facilmente se compreende tendo em conta que a celebração deste tipo de contratos não se

encaixa no âmbito das funções da assembleia geral (*cf.* artigo 246.º do CSC), por corresponder a uma função de administração.

Contudo, caso os suprimentos encontrem a sua fonte obrigacional no contrato de sociedade, os sócios abdicam da sua liberdade de os realizar ou não, sendo obrigados a prestá-los nos termos e condições previstos no contrato (o qual terá obrigatoriamente de definir, pelo menos, os elementos considerados essenciais). Nestes casos, o regime a aplicar aos suprimentos será o das prestações acessórias (nomeadamente o artigo 209.º do CSC, *ex vi* artigo 244.º, n.º 1, do CSC).

No âmbito do contrato de sociedade pode ainda ficar acordado que a realização dos suprimentos terá de ser precedida por deliberação social ou de quaisquer outros requisitos especiais, a definir do âmbito da autonomia privada dos sócios.

Finalmente, atendendo a que a posição do sócio-credor não é de modo algum equiparável à de um simples credor, o legislador toma como valor essencial do regime dos suprimentos a proteção dos restantes credores sociais e da própria sociedade. Tal proteção é erigida no artigo 245.º do CSC, cuja densificação se remete para o ponto 2. *supra*.

3. Da aplicação do regime dos suprimentos nas sociedades anónimas

Conforme vimos, da noção legal⁴¹ de contrato de suprimento releva, desde logo, a qualidade dos sujeitos: sócio e sociedade.

No âmbito dos sujeitos do contrato de suprimentos o principal foco de divergências recai sobre o tipo de sociedade que pode beneficiar do regime dos suprimentos - apesar de existirem também algumas tentativas de, do lado do prestador dos suprimentos, alargar o regime, por exemplo, para os créditos prestados pelos usufrutuários de participações sociais⁴².

Com efeito, os suprimentos estão regulados no Título III do CSC, dedicado às sociedades por quotas, mas a prática tem procurado alargar o respetivo regime às sociedades anónimas, as quais podem também, naturalmente, ser financiadas pelos sócios com capital alheio em substituição do necessário capital próprio.

⁴¹ *Cf.* artigo 243º, n.º 1, do CSC.

⁴² Na medida em que estes, à semelhança de qualquer sócio, beneficiam dos lucros da sociedade e têm poderes de voto, podendo mesmo participar nos aumentos de capital que o suprimento visa substituir.

Tomando em atenção as razões que presidem ao regime dos suprimentos, percebemos que a teleologia do instituto faz sentido nas sociedades anónimas. Por um lado, deverão estas sociedades ser protegidas face a súbitos reembolsos de suprimentos que as coloquem em dificuldades, e, por outro lado, também nelas será injusta a possibilidade de os acionistas concorrerem com os credores sociais em caso de insolvência. Neste sentido, a doutrina atualmente maioritária admite os suprimentos nas sociedades anónimas.⁴³

No entanto, reconhecemos que as sociedades anónimas são sociedades de capitais, caracterizadas pela maior dispersão do capital e pela menor fidúcia nas relações. Neste sentido, a dupla qualidade de credor e acionista não se afigura tão problemática, pelo que a aplicação do regime dos suprimentos aos créditos dos acionistas deverá ser feita mais parcimoniosamente.

Face ao exposto, o critério mais generalizadamente utilizado pela doutrina e jurisprudência passa pela distinção entre acionista investidor e acionista empresário, concluindo-se pela aplicação do regime dos suprimentos apenas aos acionistas detentores de uma participação social mínima, que seria reveladora da prossecução de interesses empresariais na sociedade. A percentagem de participação defendida pelo Professor Raúl Ventura - de 10% como critério de detenção mínima⁴⁴ -, tem sido o mais amplamente difundido pela jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça⁴⁵.

Esta diferenciação entre acionistas parece-nos defensável, por se dever, desde logo, à diferente intensidade do direito à informação nas sociedades por quotas por comparação com o previsto nas sociedades anónimas. Com efeito, um dos motivos de proteção dos credores é a situação privilegiada em que os sócios se encontram, dispondo de informação e mesmo da possibilidade de influenciarem o reembolso do seu crédito. Por outro lado, nas sociedades por quotas os sócios normalmente prosseguem interesses empresariais, pelo que a detenção de quotas com o mero propósito de investimento constitui uma exceção. Diferentemente, nas sociedades anónimas o interesse empresarial é geralmente apenas prosseguido pelos acionistas

⁴³ Com posição diversa ver Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, Coimbra Editora, p. 396.

⁴⁴ A exigência legal de 10% está presente nos artigos 392.º, n.º 6, e 418.º, n.º 1, do CSC. Vide Ventura, Raúl (1989), *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais – Sociedades por Quotas*, Vol. II, Almedina, pp. 88 e ss.

⁴⁵ Cf. Acórdão referente ao Processo 98A1083 (Francisco Lourenço), de 9/02/1999, e Acórdão referente ao Processo 085884 (Cardona Ferreira), de 14/12/1994, ambos do STJ.

que dispõem de carteiras volumosas de ações que lhes permitem influenciar diretamente a vida da sociedade.

Contudo, deve atender-se ao facto de que o risco que resulta para os credores da circunstância de negociarem com sociedades de aparente solidez financeira decorre essencialmente do montante dos empréstimos praticados e não tanto da percentagem da participação social detida pelos sócios-credores. Assim, concebendo-se que a sujeição de todos os acionistas ao regime dos suprimentos seria excessiva, entendemos, porém, que o critério da participação social mínima de 10% deverá ser conjugado com outros critérios, como seja o da importância (quantitativa) do suprimento para a sociedade beneficiária.

Adicionalmente, o interesse empresarial do acionista que não detém 10% do capital social poderá ser demonstrado através de outros elementos, como o exercício de funções no conselho de administração, na direção ou no conselho fiscal da sociedade.⁴⁶

Também a própria situação financeira da sociedade no momento em que é realizado o empréstimo pode revelar informação importante. Assim, se o empréstimo ou o diferimento do crédito é realizado num momento em que a sociedade não conseguiria obter crédito de terceiros em condições normais de mercado, poderá com segurança defender-se que aquele crédito do acionista visa satisfazer carências de capital próprio da sociedade, na medida em que só um interesse empresarial do acionista poderá justificar o risco acrescido a que se sujeita com o crédito concedido.

Em suma, o regime dos suprimentos será também aplicável às sociedades anónimas, apesar das diferenças que as separam das sociedades por quotas, por se verificarem as mesmas necessidades de proteção dos credores sociais bem como de proteção da própria sociedade de “*intempestivas pretensões de reembolso*”.⁴⁷

⁴⁶ Cf. Pinto, Alexandre Mota (2011), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. III.*, comentário ao artigo 243.º, Almedina, pp. 634 e ss.

⁴⁷ Cf. Ventura, Raúl, *op. cit.*, p. 90.

Capítulo III - Os instrumentos financeiros

A noção geral de instrumento financeiro consta, no ordenamento jurídico nacional, do artigo 199.º-A, 3.º, do RGICSF. De acordo com a referida norma, por instrumentos financeiros entende-se “*qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital de outra parte, incluindo, no mínimo, os instrumentos referidos na secção C do anexo i da Diretiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril*”. Desta previsão resulta que, apesar de estarmos perante uma noção minimamente descritiva, a mesma funciona sobretudo por remissão para o elenco de instrumentos financeiros constante da DMIF.

Quanto ao CVM, este apenas determina, no n.º 2 do seu artigo 2.º, que “*as referências feitas neste Código a Instrumentos Financeiros devem ser entendidas de modo a abranger os instrumentos mencionados nas alíneas a) a f) do n.º 1*”.

Face ao exposto, torna-se claro que o conceito de instrumento financeiro é, em Portugal, casuístico, já que ao invés de dispor de uma definição geral e abstrata desta modalidade, a lei essencialmente limita-se a enumerar os tipos e subtipos de instrumentos que se deverão qualificar como tal. Isto é, como refere Engrácia Antunes, “*o legislador não nos diz “o que são”, mas apenas “quais são” os instrumentos financeiros*”⁴⁸.

Esta ausência de um conceito *proprio sensu* tem despertado na doutrina alguma contradição quanto à taxatividade ou não do elenco de instrumentos financeiros consagrado no CVM (por remissão do n.º 2 do artigo 2.º para o seu n.º 1).

Com efeito, se para Paulo Câmara⁴⁹ o CVM não consagra uma tipologia taxativa de instrumentos financeiros (como a DMIF poderia sugerir), não afastando a possibilidade de qualificação por analogia de outras realidades como instrumentos financeiros para além dos que se encontram tipificados no artigo 2.º, n.º 1, para Engrácia Antunes⁵⁰ “*vigora neste domínio um princípio de taxatividade, no sentido em que o elenco legal dos instrumentos financeiros é um elenco exaustivo ou fechado*”, apesar de tal *numerus clausus* ser “*dotado de uma considerável elasticidade e força expansiva, em virtude da natureza aberta das diferentes espécies legais de*

⁴⁸ Cf. Antunes, Engrácia (2017), 3ª edição, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, p. 39.

⁴⁹ Vide Câmara, Paulo (2011), 2ª edição, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, p. 203.

⁵⁰ Antunes, Engrácia, *op. cit.*, p. 40.

instrumentos financeiros (maxime, admissibilidade de valores mobiliários e derivados atípicos: cf. arts. 1.º, g) e 2.º, n.º 1, f) do CVM) e mesmo de algumas das suas subespécies (v.g. os direitos destacáveis, os derivados de crédito, etc.)”.

É certo que Engrácia Antunes alerta para a abertura do conceito, não apenas através da passagem acima citada, mas também porque concede que o conceito de instrumento financeiro ainda não estabilizou dado o imparável movimento de inovação financeira que renova constantemente o catálogo dos instrumentos financeiros. Contudo, parece-nos que a atipicidade dos instrumentos financeiros é reforçada pelo facto de o próprio regulador (CMVM) vir, no seu glossário de termos relativos a instrumentos financeiros⁵¹, determinar que estes correspondem a “*instrumentos de investimento que incluem os valores mobiliários, os instrumentos financeiros derivados, os instrumentos do mercado monetário bem como quaisquer outros como tal considerados pela Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF)*”. Isto é, entendemos que para além dos instrumentos constantes da lista do Anexo I, Secção C, da DMIF⁵², existem outros instrumentos que, sendo qualificados como (i) valores mobiliários

51

Disponível

em:

<http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativaInstrumentosFinanceiros.aspx>

⁵² Segundo a DMIF, um “Instrumento financeiro” é qualquer dos instrumentos especificados no Anexo I, Secção C da Diretiva, no qual se incluem:

1. Valores mobiliários;
2. Instrumentos do mercado monetário;
3. Unidades de participação em organismos de investimento coletivo;
4. Opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades, licenças de emissão ou outros derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros que possam ser liquidados mediante uma entrega física ou um pagamento em dinheiro;
5. Opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo e quaisquer outros contratos de derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes, exceto devido a incumprimento ou outro fundamento para rescisão;
6. Opções, futuros, *swaps* e quaisquer outros contratos de derivados de mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, desde que sejam negociados num mercado regulamentado, num MTF ou num OTF, com exceção dos produtos energéticos grossistas negociados num OTF que só possam ser liquidados mediante entrega física;
7. Opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo e quaisquer outros contratos de derivados de mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, não mencionados no ponto 6 e não destinados a fins comerciais, que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados;
8. Derivados para a transferência do risco de crédito;

(ações, obrigações, unidades de participação, *warrants* autónomos, direitos destacáveis, certificados, etc.), (ii) instrumentos derivados (futuros, opções, *swaps*, *forwards*, derivados de crédito, etc.) ou (iii) instrumentos do mercado monetário, com exceção dos meios de pagamento (instrumentos interbancários, certificados de aforro, bilhetes de tesouro, papel comercial, etc.)⁵³, poderão subsumir-se ao conceito de Instrumentos Financeiros. Ou seja, caso se inclua numa das três espécies, o instrumento deverá fazer parte do género Instrumento Financeiro.

9. Contratos diferenciais financeiros por diferenças (*financial contracts for differences*);

10. Opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos de derivados relativos a variáveis climáticas, tarifas de fretes, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes, exceto devido a incumprimento ou outro fundamento de rescisão, bem como quaisquer outros contratos de derivados relativos a ativos, direitos, obrigações, índices e indicadores não mencionados e que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são negociados num mercado regulamentado, num OTF ou num MTF;

11. Licenças de emissão constituídas por quaisquer unidades reconhecidas para efeitos de cumprimento dos requisitos da Diretiva 2003/87/CE (regime de comércio de licenças de emissão).

Ainda segundo a DMFI um “MTF” corresponde a “*um sistema multilateral, operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato nos termos do Título II da presente diretiva*”.

Finalmente, um “OTF” corresponde a um “*sistema multilateral que não seja um mercado regulamentado nem um MTF dentro do qual múltiplos interesses de compra e venda de obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivados manifestados por terceiros podem interagir de modo a que tal resulte num contrato nos termos do Título II da presente diretiva*”.

⁵³ Segundo a CMVM (in <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativaInstrumentosFinanceiros.aspx#i>) são Valores Mobiliários os “*documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, padronizados, fungíveis entre si e suscetíveis de transmissão em mercado*”. Por sua vez um Instrumento Financeiro Derivado corresponde a um “*instrumento financeiro cujo valor se afere por referência a (porque derivam de) outro ativo ou instrumento financeiro (ativo subjacente)*”. Finalmente, seguindo Antunes, Engrácia, *op. cit.*, p. 43, um Instrumento de Mercado Monetário é caracterizado pelo curto prazo da sua emissão (em geral, inferior a um ano), pela sua elevada liquidez (normalmente imediata) e pelo seu baixo risco. Normalmente os instrumentos de mercado monetário estão reservados a investidores institucionais (nomeadamente as instituições de crédito), estando o respetivo mercado sujeito a supervisão próprio (no caso português pelo BdP e pelo BCE).

Ora, é esta mesma atipicidade do conceito que permite que a engenharia financeira vá continuamente descortinando novos instrumentos financeiros, sendo nesta altura possível apontar três gerações sucessivas de instrumentos financeiros⁵⁴:

- i. Os instrumentos de “primeira geração”, que incluem os produtos clássicos do mercado de capitais *lato sensu* (v.g. ações, obrigações ou instrumentos interbancários);
- ii. Os instrumentos de “segunda geração”, que partem de novos paradigmas de financiamento por contraposição aos instrumentos primogénitos (v.g. *warrants*, direitos destacáveis e a maioria dos derivados).
- iii. Os instrumentos de “terceira geração”, essencialmente compostos por produtos díspares de estrutura híbrida e / ou complexa, resultante da combinação de produtos da primeira e segunda gerações.

Apesar do que foi dito relativamente à ausência de um conceito *propriu sensu* de instrumento financeiro, a noção geral dada pelo RGICSF, permite, ao menos, alertar para alguns elementos úteis à construção de um conceito por parte da doutrina. Assim, segundo o artigo 199.º-A do RGICSF:

- i. os instrumentos financeiros são contratos;
- ii. [esses contratos] dão origem a um ativo e a um passivo financeiro ou instrumento de capital, isto é, são contratos bilaterais;
- iii. [os ativos em causa] desempenham uma função financeira.

A partir daqui, bem como da análise ao elenco de instrumentos financeiros disponível, nomeadamente, na DMIF, a doutrina tem forjado tentativas de definição que congreguem, num único conceito, os seus elementos mínimos.

Assim, Ferreira de Almeida define instrumentos financeiros como “*documentos e contratos financeiros latu sensu, isto é, destinados ao financiamento a qualquer prazo ou relacionados com o financiamento a qualquer prazo*”⁵⁵, ao passo que Engrácia Antunes considera o instrumento financeiro como um “*instrumento juscomercial representativo de posições jurídicas heterogéneas e suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que*

⁵⁴ Segue-se Antunes, Engrácia, *op. cit.*, p. 41.

⁵⁵ *Apud* Câmara, Paulo, *op. cit.*, p. 217.

tem como finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura de risco da atividade económica das empresas”⁵⁶.

Capítulo IV - Os instrumentos financeiros híbridos entre as fontes de financiamento

Atentas as virtudes do regime dos suprimentos, as vantagens e as desvantagens inerentes ao tradicional financiamento através de ações e obrigações e a constante inovação referida ao nível dos instrumentos financeiros, não é de estranhar que a engenharia financeira tenha procurado avidamente desenvolver formas de financiamento ótimas que congregassem o melhor do financiamento próprio e alheio e, se possível, sem que a elas estivessem associados os constrangimentos previstos para os suprimentos no artigo 245.º do CSC. Uma das soluções a que se chegou foram os instrumentos financeiros híbridos, que, conforme se deduz pelo respetivo conceito, correspondem a meios de financiamento dotados de características tanto de dívida quanto de capital próprio e que correspondem, tendencialmente, a instrumentos financeiros de terceira geração.

A combinação de características referida não desvenda, todavia, de imediato todas as vantagens que tais instrumentos propiciam para os investidores e as sociedades emitentes. Isto porque, como bem refere Rui Alpalhão⁵⁷, esta vantagem poderia muito bem ser alcançada sem necessidade de se recorrer a instrumentos inovadores, bastando que as sociedades combinassem na sua estrutura financeira ações ordinárias e obrigações. Mas na verdade, é na “maleabilidade” destes instrumentos que reside a sua principal mais-valia. Sendo feitos à medida (*tailor made*),⁵⁸ ajustam-se às necessidades específicas de emitentes e investidores. Em especial, são tendencialmente moldados de forma a estarem suficientemente próximos do capital próprio para serem considerados como tal em termos regulatórios e de notação de risco, e suficientemente próximos da dívida para serem adquiridos por valores atrativos aos investidores e para que os seus encargos possam ser fiscalmente dedutíveis.

Se “a busca de um instrumento que proporcione a flexibilidade das ações e ofereça os benefícios fiscais da dívida é algo como um Gral financeiro, ferozmente guardado pelas

⁵⁶ Antunes, Engrácia, *op. cit.*, p. 8.

⁵⁷ Cf. Alpalhão, Rui (1994), *Instrumentos Híbridos de Financiamento e Acesso ao Mercado de Ações*, Lisboa, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia, p. 7.

⁵⁸ Vide Guiné, Orlando Vogler (2011), “O financiamento das sociedades por meio de valores mobiliários híbridos (entre as ações e as obrigações)”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, p. 82.

*autoridades fiscais*⁵⁹, a verdade é que na ordem jurídica portuguesa encontramos já instrumentos financeiros híbridos como as ações preferenciais, sem voto e remíveis, as obrigações convertíveis, as obrigações com warrants, as obrigações participantes, os títulos de participação, entre outros. A inovação financeira tem proporcionado o desenvolvimento de novas modalidades de híbridos com opções de vários tipos, indo ao encontro das necessidades de gestores cada vez mais atentos. Alguns destes instrumentos são tão complexos que, de facto, encontramos dificuldades na sua classificação como dívida ou como capital.

É também esta dificuldade de classificação que propicia que os instrumentos financeiros híbridos atinjam segmentos concretos de mercado, diversificando e aumentando a base de investidores, nomeadamente atraindo aqueles que noutras circunstâncias, sem a “camuflagem” da hibridez e por aversão ao risco, não subscreveriam capitais próprios.

Com efeito, a doutrina tem apontado várias vantagens inerentes aos instrumentos financeiros híbridos, entre as quais se destacam^{60/61}:

1. Permitem a diversificação e aumento da base de investidores de uma sociedade;
2. Apresentam um risco inferior ao risco inerente às ações ordinárias (apesar de superior ao das obrigações clássicas);
3. Oferecem uma remuneração potencialmente superior (apesar de incerta) à remuneração das obrigações clássicas (não obstante inferior à remuneração potencial do acionista para o mesmo valor de capital investido);
4. Menor custo do financiamento para a sociedade emitente - porque os instrumentos híbridos implicam riscos inferiores aos inerentes às ações ordinárias, em especial porque os recebimentos ao abrigo dos mesmos são “sénior” face aos dos acionistas ordinários, a sociedade consegue também financiar-se a um custo inferior.
5. Permitem contornar o problema de a empresa já ter atingido o nível ótimo de dívida;
6. Acarretam custos de agência inferiores quando comparados com os custos de agência em que incorrem os acionistas;
7. Oferecem maior liquidez;
8. Surgem como forma alternativa de financiamento para empresas que não têm ativos corpóreos passíveis de serem dados como garantia para um empréstimo bancário ou

⁵⁹ Vide Alpalhão, Rui, *op. cit., loc. cit.*

⁶⁰ Cf. Guiné, Orlando Vogler, *op. cit.*, p. 78.

⁶¹ Cf. Alpalhão, Rui, *op. cit.*, pp. 4 a 8.

- como alternativa a outras formas de financiamento, como o papel comercial ou a titularização de créditos, que não são facilmente acessíveis à generalidade das empresas;
9. Permitem que as empresas cumpram mais facilmente as exigências regulatórias, nomeadamente de capital.

Não obstante o rol de vantagens elencado e sobretudo aquelas que nos pontos 1 a 3 do presente capítulo se densificam, os instrumentos financeiros híbridos não deixam, enquanto instrumento de financiamento / investimento, de estar associados a riscos financeiros e de mercado com reflexos imediatos no preço que os investidores estão dispostos a pagar para beneficiarem desses instrumentos. Em geral, aqui como em todos os outros tipos de investimento, quanto maior for o risco associado, maior será a taxa de retorno exigida pelos investidores. No entanto, reforce-se, estes riscos são tendencialmente comuns a todos os tipos de investimento / financiamento e, sobretudo, ao financiamento através de dívida. Neste sentido, não deverão ser motivo excludente da utilização destes instrumentos, devendo antes ser interpretados em conjugação com as vantagens acima elencadas.

Entre os referidos riscos contam-se os seguintes⁶²:

- a) Risco de taxa de juro ou de mercado: tal como sucede com as obrigações, o preço dos híbridos será inversamente proporcional às taxas de juro, aumentando quando as taxas diminuam e diminuindo quando as taxas aumentam. Neste sentido, caso o investidor venda o instrumento antes da sua data de maturidade, o respetivo valor pode estar acima ou abaixo do valor de aquisição originário.
- b) Risco de crédito: o preço dos híbridos varia em função do risco de crédito das sociedades, isto é, está associado à solvabilidade da própria sociedade emitente e da sua capacidade de cumprir os termos e condições acordados no âmbito do financiamento. Neste sentido, o preço destes instrumentos será tanto maior quanto o risco de crédito da sociedade emitente.
- c) Risco de incumprimento: corresponde ao risco de o emitente não poder cumprir os termos acordados aquando da emissão do instrumento, quer em termos do juro convencionado ou, no caso dos híbridos com características mais próximas das obrigações, no que respeita à devolução do capital mutuado, devido, *inter alia*, a fatores

⁶² Vide *A guide to investing in hybrid securities*, Wells Fargo advisors, p. 5, disponível em: https://saf.wellsfargoadvisors.com/emx/dctm/Marketing/Marketing_Materials/Fixed_Income_Bonds/e6728.pdf

como a volatilidade do ciclo económico ou a alavancagem excessiva. Este risco é efetivo porquanto mesmo os instrumentos híbridos mais próximos das obrigações apenas são pagos após cumpridas as obrigações referentes à dívida mais sénior, não obstante serem graduados à frente das ações e híbridos com características mais próximas destas.

- d) Risco de diferimento: consiste num risco típico sobretudo dos instrumentos híbridos em que é estabelecido um “juro” periódico (sob a forma de dividendo ou cupão obrigacionista). O diferimento de juros ocorrerá tipicamente em caso de dificuldades financeiras do emitente, nomeadamente quando os híbridos graduados abaixo vejam, também eles, o seu juro suspenso.
- e) Risco de recompra ou reinvestimento: alguns instrumentos híbridos contêm cláusulas que possibilitam opções de compra (*call options*) ao emitente ou de amortização antecipada. Estas cláusulas tenderão a ser acionadas sempre que, por influência dos riscos de mercado e de taxa juro, a recompra ou amortização se mostrem eficientes em virtude da redução das taxas de juro e da possibilidade de novo financiamento a taxas de juro mais atrativas para o emitente.
- f) *Event risk*: congrega toda uma série de riscos que podem afetar a capacidade da empresa para cumprir as suas obrigações. Aqui se incluem problemas relacionados com uma má gestão dos negócios da empresa, incapacidade de disrupção / adaptação a novas realidades do mercado, aumento do custo dos fatores de produção, efeitos cambiais e de regulação, abertura do mercado a novos concorrentes, etc.

1. Tratamento regulatório

Em termos regulatórios, os híbridos beneficiam do facto de serem *equity alike* e de poderem ser elegíveis como capitais próprios para efeitos de regulação e avaliação das agências de *rating*⁶³. Tal assume-se de especial importância no setor bancário, atendendo a que os reguladores consideram que, face ao conjunto considerável de riscos⁶⁴ a que as instituições

⁶³ O *rating* é um sistema de notação que permite aferir a probabilidade de incumprimento por parte da entidade emitente.

⁶⁴ Entre esses riscos temos, nomeadamente, o risco operacional, que corresponde ao risco de mau funcionamento de sistemas e procedimentos; o risco de mercado, decorrente da possibilidade de o valor de mercado dos ativos da instituição financeira se desvalorizarem; o risco de liquidez, em face de poderem não dispor de ativos líquidos em montante suficiente para aceder a compromissos de curto prazo, como o resgate de depósitos; e o risco de crédito, que resulta da incerteza quanto ao pagamento

financeiras estão sujeitas, estas só detêm fundos capazes de absorver as perdas inesperadas da sua atividade quando cumprem rácios mínimos de capitais próprios.

Na verdade, neste setor vigora um quadro regulatório internacional constituído pelos Acordos de Basileia⁶⁵, acordos que resultaram da atuação do Comité de Basileia de Supervisão Bancária (BCBS) e que visam aumentar a resiliência dos bancos, através do reforço da qualidade do seu capital mínimo imposto pelo regulador. A última reforma deste quadro, na sequência da crise financeira do *subprime*, resultou no acordo Basileia III⁶⁶, que reformulou as componentes de fundos próprios, passando estas a corresponder ao conjunto de:

- *Tier 1 capital*, composto pelo *Common Equity Tier 1* (CET 1) e pelo *Capital Additional Tier 1* (CAT 1); e
- *Tier 2 capital*.

O *Common Equity Tier 1* corresponde aos capitais de melhor qualidade em termos de permanência e capacidade de absorção de perdas e inclui ações ordinárias, prémios de emissão (resultantes da emissão de instrumentos CET 1), reservas e interesses minoritários que cumprem 14 critérios de elegibilidade⁶⁷. A maior parte do *Tier 1 capital* das instituições deve corresponder a CET.

das dívidas bancárias pelas contrapartes devedoras. Sobre os tipos de riscos da atividade bancária veja-se o *paper* disponibilizado pela ordem dos revisores oficiais de contas e da autoria de Marco Amaral em <http://www.oroc.pt/fotos/editor2/Revista/69/Gestao.pdf>.

⁶⁵ Basileia I – 1988; Basileia II – 2004; Basileia III – 2010.

⁶⁶ A reforma de Basileia contempla, essencialmente, (i) a introdução de rácios de capital mais rigorosos e o reforço da necessidade de aumento da qualidade do capital; (ii) um rácio de alavancagem, impondo-se um teto máximo de endividamento dos bancos; (iii) e regras que obrigam à manutenção de reservas de ativos líquidos que assegurem a resposta dos bancos em situações de *stress* de curto prazo. Para maiores desenvolvimentos, veja-se Pina, Carmina Campos (2013), *O mercado de non-performing loans em Portugal - O novo quadro regulatório dos bancos como ponto de viragem do mercado*, disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/14558>, p. 14 e ss.

⁶⁷ Entre os critérios que os instrumentos financeiros têm que respeitar para integrar CET 1 contam-se os seguintes:

- Devem ser o elemento de maior subordinação na liquidação de um banco;
- A entrada de fundos tem de ser perpétua e não pode em condições normais ser devolvida, com exceção da situação de liquidação do banco;
- Não exista qualquer expectativa de recompra, remição ou reembolso, não podendo os estatutos ou os termos contratuais da emissão possuir qualquer referência que a possa induzir;

O *Capital Additional Tier 1* inclui os instrumentos emitidos pelos bancos que não se qualifiquem como CET e cumpram igualmente determinados critérios de elegibilidade⁶⁸. Basicamente, neste último caso, estamos perante instrumentos subordinados, perpétuos e sem data de maturidade ou incentivos à remição, capazes de suportar perdas num cenário de continuidade das atividades do banco e que não sejam considerados passivo. Exemplo típico são as ações preferenciais sem voto perpétuas e não cumulativas.

O *Tier 2* é composto pelo capital regulamentar com capacidade para absorver prejuízos numa perspetiva de liquidação da instituição, sendo essa capacidade garantida, designadamente, pela conversibilidade dos instrumentos de capital que o compõem em ações ordinárias ou pela possibilidade de conversão da dívida em capital verificados certos *trigger events*. A generalidade dos instrumentos híbridos incluir-se-á neste nível⁶⁹, como é o caso das ações preferenciais sem voto perpétuas e cumulativas ou das obrigações convertíveis⁷⁰.

Nestes termos, é imposto aos bancos que determinem o risco de crédito a que estão sujeitos, devendo uma percentagem desse risco ser coberta por elementos de fundos próprios. Pelo

-
- Não exista nenhuma situação que exija a obrigatoriedade de pagamento de dividendos ou distribuições associadas;
 - Correspondam a uma forma de capital que tem a capacidade de absorver as perdas com prioridade e na maior proporção comparativamente a outras formas;
 - Todos os instrumentos de capital que sejam qualificáveis como CET 1 devem partilhar as perdas em situações de continuidade do banco de forma proporcional e *pari passu* entre si;
 - Têm de corresponder a valores emitidos e pagos diretamente ao banco, sem que este, direta ou indiretamente, tenha financiado a compra desses valores;
 - Não esteja coberto por nenhuma garantia prestada pelo banco ou por uma entidade relacionada nem beneficie de nenhum acordo legal ou económico que reforce a sua qualidade e graduação.

⁶⁸ Vide tais critérios em Pina, Carmina Campos, *op. cit.*, pp. 18 e 19.

⁶⁹ Neste sentido, Green, Peter J. *et all* (2015), *Hybrid securities: an overview*, Association of Corporate Counsel, p. 3.

⁷⁰ No ordenamento jurídico português, contudo, as *Contingent Convertible Bonds (CoCos)* - obrigações convertíveis em ações, cuja conversão está dependente da ocorrência de um evento contratualmente definido – emitidas pelas instituições de crédito portuguesas (desde que cumpridos certos requisitos) são elegíveis para efeitos do cômputo do rácio *Core Tier 1*. Sobre tais requisitos, veja-se Pinto, Alexandre Mota (2012), “Os cocos e a recapitalização do sistema bancário português”, in *Foro de Actualidad, Uría Menéndez*, disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277>.

menos 6% dos ativos ponderados pelo risco devem ser agora representados por *Capital Tier 1*, sendo que 4,5% destes devem ser CET 1. O remanescente será composto por *Capital Tier 2* até se perfazer um montante mínimo de capital regulatório de 8% dos ativos ponderados pelo risco⁷¹.

No plano europeu, por sua vez, as diretrizes de Basileia foram acolhidas através de um pacote legislativo constituído pelo Regulamento (UE) n.º 575/2013 (CRR – *Capital Requirements Regulation*) e pela Diretiva 2013/36/UE (CRD IV – *Capital Requirements Regulation Directive*).

O referido Regulamento, cujas disposições são aplicáveis diretamente em todos os Estados-membros desde 1 de janeiro de 2014, define os requisitos prudenciais aplicáveis às instituições de crédito e às empresas de investimento, nomeadamente no que respeita ao estabelecimento de regras de cálculo e determinação dos níveis mínimos de fundos próprios. No seu âmbito estava também previsto um regime transitório que permitisse uma aplicação faseada dos novos requisitos mínimos de fundos próprios, tendo tal regime sido estabelecido em Portugal, durante o ano de 2014, pelo Aviso n.º 6/2013 do BdP, que impôs a implementação do nível mínimo de 4,5% para o rácio de fundos próprios principais de nível 1 e um rácio total de fundos próprios de nível 1 de 6%.

Note-se, contudo, que, na sequência do Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal acordado com a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional e até à transposição da Diretiva 2013/36/UE foram fixadas regras no sentido de se assegurar que os grupos bancários portugueses preservavam um rácio de fundos próprios principais de nível 1 não inferior a 7%, a partir de 1 de janeiro de 2014.

A Diretiva acabou por ser transposta para Portugal através do Decreto-Lei n.º 157/2014, que dispõe que as instituições de crédito e as empresas de investimento relevantes devem deter, para

⁷¹ Para além da imposição destes rácios mínimos de capital, Basileia III introduz ainda a exigência de constituição, de forma gradual e a partir de 2016, de dois *buffers* (amortecedores) de capital: um *buffer* de conservação de capital, que assegura a disponibilidade dos capitais mínimos necessários em períodos de *stress* financeiro e que é composto por instrumentos que se qualificam como CET I, correspondentes a 2,5% dos ativos ponderados pelo risco, e que na verdade representa uma reserva adicional aos rácios de capital, acabando por determinar que em 2019 o nível de *Capital Tier 1* atinja os 7% e o capital regulatório mínimo total os 10,5%; e um *buffer* contra cíclico, apenas imposto pelas autoridades nacionais competentes quando haja um crescimento excessivo do crédito e que será igualmente composto por CET 1, podendo atingir 2,5% dos ativos ponderados pelo risco.

além dos requisitos de fundos próprios, reservas de conservação de fundos próprios, absorventes das perdas em períodos adversos (Título VII-A do D.L. 157/2014).

2. Apresentação contabilística

De acordo com a técnica contabilística de divisão do Balanço, o valor do património de uma sociedade (lado ativo) corresponde ao valor do seu capital (lado passivo). Desta forma, como capital alheio e capital próprio constituem os dois meios de financiamento que compõem o lado passivo do Balanço, os bens que integram o património da sociedade corresponderão necessariamente à soma dos seus capitais próprios e alheios.

Daqui resulta que a restrição dos meios de financiamento ao capital próprio e capital alheio impede, pelo menos contabilisticamente, que os híbridos se tornem uma categoria independente, implicando que estes tenham, ao fim e ao cabo, de assumir-se ora como dívida, ora como *equity*, de acordo com as características que, no caso concreto, predominem.

Neste âmbito, as normas internacionais de contabilidade (*IAS*) aplicáveis aos Instrumentos Financeiros, com destaque para a *IAS 32* e *IAS 39*⁷², definem os conceitos de Instrumento Financeiro, Ativo Financeiro, Passivo Financeiro e Instrumento de Capital Próprio para efeitos contabilísticos, alertando para o facto de alguns instrumentos assumirem a forma legal de capital próprio, embora sejam passivos em substância, e de outros poderem combinar características associadas a instrumentos de capital próprio com características associadas a passivos financeiros. Por conseguinte, tais normas reforçam que o emitente de um Instrumento Financeiro deve classificar o instrumento em consonância com a substância do acordo contratual e as definições que constam das referidas normas. Assim, faz-se prevalecer a substância sobre a forma, nos casos em que substância e forma legal não coincidam⁷³.

⁷² Os IFRS foram introduzidos no ordenamento jurídico europeu através do Regulamento (CE) n.º [1606/2002](#) do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002. Em Portugal, por sua vez, as NCRF emitidas ao abrigo do SNC seguem de perto os IFRS, sendo que no que toca aos Instrumentos Financeiros a NCRF que os regula, tendo por base as *IAS 32* e *39*, é a 27.

⁷³ Veja-se, nomeadamente, o parágrafo 18 da *IAS 32*, onde se dá o exemplo das ações preferenciais remíveis: “*uma ação preferencial que esteja sujeita a remição obrigatória pelo emitente por uma quantia fixa ou determinável numa data futura fixa ou determinável ou der ao detentor o direito de exigir que o emitente redima o instrumento em ou após uma data particular por uma quantia fixa ou determinável, é um passivo financeiro*”.

Neste sentido, a IAS 32 (parágrafo 16) refere a característica que distingue em termos essenciais um passivo financeiro de um instrumento de capital próprio e que corresponde à existência de uma obrigação contratual de o emitente entregar dinheiro ou outro ativo financeiro a uma outra entidade, ou de trocar ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições potencialmente desfavoráveis para o emitente⁷⁴.

De acordo com a IAS 39⁷⁵ é ainda possível que alguns híbridos sejam divididos em duas componentes, tendo cada uma direito ao tratamento contabilístico adequado como dívida ou capital.

Coerentemente, a IAS 32 vem esclarecer que “*a classificação de um instrumento financeiro como passivo financeiro ou instrumento de capital próprio determina se os juros, os dividendos, as perdas e os ganhos relacionados com esse instrumento são reconhecidos como rendimento ou gasto nos lucros ou prejuízos*” (parágrafo 36), especificando que os juros seguem o tratamento do principal.

3. Tratamento fiscal

3.1 As vantagens fiscais de serem *debt alike*

3.1.1 A dedutibilidade fiscal dos gastos

Toda esta realidade contabilística tem implicações ao nível fiscal, atendendo a que no ordenamento português vigora o princípio da dependência parcial entre a contabilidade e a fiscalidade. Desta forma, a contabilidade assume-se como o ponto de partida para a determinação do lucro das empresas, a que se seguem as necessárias correções fiscais, de tal

⁷⁴ Refira-se, como exemplo, as ações preferenciais sem direito de voto. Neste caso, apesar de o acionista suportar o risco de negócio, porquanto só terá direito à distribuição de dividendos se efetivamente existirem lucros distribuíveis, a verdade é que se os mesmos existirem a sociedade encontra-se vinculada à sua distribuição, não podendo discricionariamente optar por não os distribuir a estes acionistas preferenciais. E isto ainda que a opção de não distribuição se assumisse como legítima e não implicasse uma não distribuição abusiva dos lucros. Assim, para a sociedade emitente, e de acordo com aquilo que resulta da IAS 32, as APsV, tal como estão consagradas no ordenamento jurídico português, corresponderão a um passivo financeiro.

⁷⁵ Parágrafos 10 e seguintes.

modo que se deve adotar o tratamento contabilístico, sempre que não se encontrem definidas regras fiscais próprias.

É assim que também em termos fiscais por vezes se desconsidera a figura jurídica utilizada, tributando-se o instrumento de acordo com a sua verdadeira natureza económica, tal como resulta da sua classificação contabilística.

Neste sentido, o reconhecimento contabilístico do retorno do financiamento como juro ou dividendo tem repercussões ao nível da sua dedutibilidade fiscal, na medida em que apenas os juros de capitais alheios são considerados como gastos fiscalmente dedutíveis (*cf.* artigo 23.º, n.º 2, alínea c), do Código do IRC). Exemplo paradigmático da importância da qualificação como juro ou dividendo do retorno do financiamento encontra-se no regime fiscal conferido aos gastos relacionados com as ações preferenciais sem voto. Com efeito, tais gastos apenas serão fiscalmente dedutíveis se forem classificados como passivo financeiro de acordo com a normalização contabilística em vigor (*cf.* artigo 23.º, n.º 7, do Código do IRC). E isto apesar de a figura das APsV ser, em termos jurídicos, considerada capital próprio.

Do exposto resulta que, diferentemente do que acontece em termos regulatórios, fiscalmente os híbridos beneficiam do facto de serem *debt alike*. Isto porque uma distribuição de dividendos, enquanto remuneração dos detentores de um instrumento de capital próprio, não é considerada um gasto fiscalmente dedutível nem uma variação patrimonial negativa fiscalmente relevante na esfera da entidade distribuidora. Já o juro pago como remuneração do financiamento através de capital alheio é considerado um gasto incorrido para a obtenção do rendimento sujeito a IRC, conforme decorre expressamente do artigo 23.º, n.º 2, alínea c), do Código do IRC. Esta consideração dos juros como gastos fiscais determina a sua dedução ao valor do lucro tributável e, conseqüentemente, uma poupança fiscal decorrente do facto de o valor de base da tributação se tornar inferior⁷⁶.

⁷⁶ Apesar de em grande parte das jurisdições os dividendos não serem reconhecidos como um custo fiscalmente dedutível, a verdade é que como forma de evitar a dupla tributação económica, os dividendos distribuídos são muitas vezes isentos de tributação na esfera da sociedade que os recebe. Diferentemente, os juros de capital alheio, apesar de serem custos fiscalmente dedutíveis do lado do pagador, são rendimentos tributáveis na esfera da sociedade que deles beneficia. No que respeita às transações *cross-border*, a distribuição de dividendos, além de não beneficiar da dedutibilidade na esfera da entidade pagadora, pode ficar sujeita a retenção na fonte. Ainda assim, é possível a redução das taxas de retenção na fonte através da aplicação das normas de conflito previstas nas Convenções destinadas a

Como nota final deve referir-se que, apesar da expressa previsão da dedutibilidade dos juros no artigo 23.º, n.º 2, alínea c) do Código do IRC, apenas serão “*dedutíveis os gastos e perdas incorridas pelo sujeito passivo para obter ou garantir os rendimentos sujeitos a IRC*”. Por seu turno, conforme estabelece o n.º 3 do mesmo artigo, “*os gastos dedutíveis (...) devem estar comprovados documentalmente, independentemente da natureza, forma ou suporte dos documentos utilizados para esse efeito*”.

Neste sentido, para que um gasto seja fiscalmente dedutível, o mesmo deverá (i) contribuir para a obtenção dos rendimentos sujeitos a imposto e (ii) encontrar-se devidamente comprovado documentalmente.

3.1.2 O regime dos gastos de financiamento

i. Enquadramento do artigo 67.º do Código do IRC

Todavia, para evitar situações fraudulentas, nem todos os juros da dívida suportados pelas empresas são fiscalmente dedutíveis, ainda que contribuam para a obtenção de rendimentos sujeitos a impostos e se encontrem comprovados documentalmente, nos termos do artigo 23.º do Código do IRC.

Como exemplos surgem os juros pagos em situações de excesso de endividamento (artigo 67.º do Código do IRC) e os juros e outras formas de remuneração de suprimentos e empréstimos feitos pelos sócios à sociedade, na parte em que excedam a taxa definida por portaria do Ministro das Finanças, salvo quando uma taxa superior seja justificável ao abrigo do regime dos preços de transferência (*cf.* artigo 23.-A, n.º 1, alínea m), do Código do IRC).

No que em particular respeita ao regime dos gastos de financiamento previsto no artigo 67.º do Código do IRC, cumpre referir que a Lei n.º 66-B/2012, de 31 de dezembro (diploma que aprovou o Orçamento do Estado para 2013, doravante referido por “OE 2013”) veio consagrar um regime de limitação à dedutibilidade daqueles gastos (v.g., juros) e de outras importâncias

evitar a Dupla Tributação (*cf.* artigo 10.º da Convenção Modelo da OCDE) ou mesmo a sua eliminação se se verificarem as condições de aplicabilidade da DMF. O pagamento de juros pode igualmente ficar sujeito a retenção na fonte, com a possibilidade de tal retenção ser também limitada por CDT (*cf.* artigo 11.º CMOCDE) ou eliminada através da aplicação da DJR.

devidas ou associadas à remuneração de capitais alheios considerados excessivos, com aplicação aos exercícios fiscais que se iniciaram em ou após 1 de janeiro de 2013.

Este regime veio revogar e substituir o anterior regime da subcapitalização, que, em termos gerais, negava a dedução dos encargos financeiros decorrentes de financiamento obtido através de entidades com as quais existissem relações especiais (tal como definidas no Código do IRC), caso o endividamento fosse superior a duas vezes a participação no capital próprio da sociedade financiada.

Conforme resulta do Relatório do OE 2013, a introdução do atual regime de limitação à dedutibilidade dos gastos de financiamento foi justificada pela necessidade “*de promover a redução do endividamento excessivo da economia e a mitigar a histórica propensão do sistema fiscal para privilegiar o financiamento da atividade económica através de dívida*”.

Em termos gerais, o artigo 67.º do Código do IRC estabelece que os gastos de financiamento (líquidos de rendimentos financeiros de natureza similar) são apenas dedutíveis até à concorrência do maior dos seguintes limites:

- a) € 1.000.000;
- b) ou 70%⁷⁷ do resultado antes de depreciações, gastos de financiamento líquidos e impostos (v.g., “EBITDA”⁷⁸).

⁷⁷ De acordo com o regime transitório aplicável a esta norma, previsto no n.º 2 do artigo 192º da Lei n.º 66-B/2012, o limite de 70% do EBITDA diminuiu 10% em cada ano, até atingir os 30% em 2017. Assim, nos períodos de tributação iniciados entre 2014 e 2017, o limite referido na alínea b) do n.º 1 do artigo 67.º do Código do IRC, sem prejuízo do limite máximo dedutível previsto no n.º 3 do mesmo artigo, foi de 60% em 2014, 50% em 2015, 40% em 2016 e 30% em 2017.

⁷⁸ Tendo em conta o disposto no n.º 13 do artigo 67.º do Código do IRC, o EBITDA a considerar é o apurado na contabilidade, corrigido de:

- a) Ganhos e perdas resultantes de alterações de justo valor que não concorram para a determinação do lucro tributável;
- b) Imparidades e reversões de investimentos não depreciables ou amortizáveis;
- c) Ganhos e perdas resultantes da aplicação do método da equivalência patrimonial;
- d) Rendimentos ou gastos relativos a partes de capital às quais seja aplicável o regime previsto nos artigos 51.º e 51.º-C;
- e) Rendimentos ou gastos imputáveis a estabelecimento estável situado fora do território português relativamente ao qual seja exercida a opção prevista no n.º 1 do artigo 54.º-A;
- f) A contribuição extraordinária sobre o setor energético.

Este regime estabelece que os “excessos” face aos *supra* referidos limites serão dedutíveis nos cinco exercícios seguintes, “*conjuntamente com os gastos financeiros desse mesmo período*” (cf. n.º 2 do artigo 67.º do Código do IRC). Adicionalmente, “*sempre que o montante dos gastos financiamento deduzidos seja inferior a 30% do resultado antes de depreciações, gastos de financiamento líquidos e impostos, a parte não utilizada deste limite acresce ao montante máximo dedutível (...), em cada um dos cinco períodos de tributação posteriores, até à sua integral utilização.*”

De acordo com o disposto no n.º 12 da citada norma, o conceito de gastos de financiamento líquidos é suscetível de abarcar as importâncias devidas ou associadas à remuneração de capitais alheios, deduzidas dos rendimentos de idêntica natureza (i.e., proveitos financeiros), designadamente:

- juros de descobertos bancários e de empréstimos obtidos a curto e longo prazo;
- juros de obrigações e outros títulos assimilados, amortizações de descontos ou de prémios relacionados com empréstimos obtidos;
- juros relativos a operações de factoring;
- encargos financeiros relativos a locações financeiras;
- amortizações de custos acessórios incorridos em ligação com a obtenção de empréstimos;
- as diferenças de câmbio provenientes de empréstimos em moeda estrangeira, deduzidos dos rendimentos de idêntica natureza.

Ficam, porém, excluídas do âmbito de aplicação deste regime as “entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal”, bem como as “sucursais em Portugal de instituições de crédito e outras instituições financeiras ou empresas de seguros com sede em outro Estado membro da União Europeia.” (cf. n.º 11 do artigo 67.º do Código do IRC).

ii. Natureza da regra da não dedutibilidade dos encargos de financiamento

Tal como resulta do Relatório do OE 2013, a regra de limitação à dedução dos gastos de financiamento em vigor desde 1 de janeiro de 2013, foi criada “*de forma a promover a redução do endividamento excessivo da economia e mitigar a histórica propensão do sistema fiscal para*

privilegiar o financiamento da atividade económica através de dívida (...) impondo, de uma forma gradual, um esforço de reajustamento por via da sua recapitalização”.

O artigo 67.º do Código do IRC insere-se, portanto, no âmbito das normas “especiais” que, no quadro da tributação das sociedades, estabelecem limites à dedutibilidade fiscal dos encargos financeiros, como é o caso da que respeita à remuneração de suprimentos e outros empréstimos concedidos por acionistas ou sócios prevista no artigo 23.º-A, n.º 1, alínea m), do Código do IRC, que nega a dedutibilidade daqueles gastos na parte em que excedam a taxa definida por portaria do Ministro das Finanças, salvo quando uma taxa superior seja justificável ao abrigo do regime dos preços de transferência⁷⁹.

Deve, contudo, atender-se a que estas normas não prejudicam a aplicação das normas gerais relativas ao apuramento do lucro tributável das sociedades - conducentes à tributação do “lucro real” -, tal como a que se encontra consagrada no artigo 23.º do Código do IRC, a qual estabelece a possibilidade de aos rendimentos obtidos pelos sujeitos passivos serem deduzidos os gastos incorridos, desde que se comprove que estes tenham contribuído para a formação daqueles e desde que, sendo aplicáveis as regras de preços de transferência previstas no artigo 63.º do Código do IRC, não excedam o que seria acordado entre partes não relacionadas.

Aliás, o facto de o artigo 67.º do Código do IRC não envolver uma derrogação às normas (de cariz geral ou especial) que envolvem limites à dedutibilidade de encargos financeiros é enfatizado pela própria AT, na Circular n.º 7/2013, de 19 de agosto de 2013, emitida sobre este tema:

“A restrição à dedutibilidade estabelecida no artigo 67.º não prejudica a aplicação das demais condições ou limites para a dedutibilidade dos gastos de financiamento, nomeadamente aquelas que resultam dos requisitos previstos no n.º 1 do artigo 23.º, dos limites à dedutibilidade dos juros de suprimentos estabelecidos na alínea j) do n.º 1 do artigo 45.º, e do regime de preços de transferência constante no artigo 63.º, todos do Código do IRC”.

⁷⁹ E como era também o caso da norma prevista no artigo 31.º do EBF, entretanto revogada pela Lei n.º 2/2014, de 16 de janeiro), que concluía pela não dedutibilidade dos juros suportados por Sociedades Gestoras de Participações Sociais, entre outras, que estivessem relacionados com participações sociais em relação às quais fossem obtidos rendimentos excluídos de tributação.

O regime consagrado no artigo 67.º do Código do IRC tem subjacente uma lógica de combate ao heterofinanciamento, procurando evitar uma excessiva alavancagem das empresas⁸⁰, potenciada por um regime fiscal que, sem a existência de normas deste tipo, induziria os sujeitos passivos a dar preferência ao endividamento, atenta a dedutibilidade dos juros.

O referido normativo constitui, assim, uma norma anti-abuso específica⁸¹, tal como sucedia com a norma referente ao regime da subcapitalização que lhe antecedeu, na medida em que tem subjacente um efeito “modelador de comportamentos” com propósitos declarados: o combate ao endividamento empresarial privado e a potencialização do recurso a capitais próprios.

Neste sentido, atendendo à sua natureza de norma anti-abuso, o artigo 67.º do Código do IRC não pode ser aplicado de forma rígida e automática, sob pena de se violar desproporcionalmente o princípio da tributação do Lucro Real, consagrado no artigo 104º da CRP.

Desta forma, a introdução no nosso ordenamento jurídico de uma norma como o artigo 67.º do Código do IRC não deverá pôr em causa os critérios basilares quanto à aceitação fiscal dos gastos evidenciados na contabilidade e que se revelem indispensáveis para a manutenção da fonte produtora e/ou realização de proveitos, mas tão-só evitar ou mitigar esquemas de gestão e evasão fiscal que tirem proveito da falta de neutralidade do sistema fiscal relativamente às fontes de financiamento societário.

De facto, a não aceitação dos encargos financeiros acima do limite fixado (que, em última análise, é arbitrário), independentemente de os mesmos serem, ou não, justificáveis do ponto de vista operacional pode conduzir a resultados inaceitáveis, desde logo, em face do próprio princípio da capacidade contributiva, na medida em que o imposto (neste caso, o IRC) deixaria de assentar em manifestações, concretas e reais, de riqueza económica.

Conforme salienta Casalta Nabais⁸², a propósito deste princípio: “(...) *constituindo a ratio ou a causa da tributação, este princípio afasta o legislador fiscal do arbítrio, obrigando-o a que, na seleção e articulação dos factos tributários, se atenha a revelações da capacidade contributiva, ou seja, erija em objeto ou matéria coletável de cada imposto um determinado*

⁸⁰ Vide Domingues, Rodrigo Rabeca (2013), “Limitação à dedução fiscal de gastos de financiamento”, in *Revisores e Auditores*, n.º 60 Jan/Abr., p. 43.

⁸¹ Distanciando-se, assim, do artigo 38º da LGT que consagra uma Cláusula Geral Anti-Abuso.

⁸² Cf. Nabais, José Casalta (2009), *O Dever Fundamental de Pagar Impostos*, Almedina, pp 689 e ss.

pressuposto económico que seja manifestação dessa capacidade e esteja presente nas diversas hipóteses legais do respetivo imposto. Daqui decorre, seja a ilegitimidade constitucional das presunções absolutas de tributação e das chamadas sanções impróprias, seja a necessidade de uma válvula de escape para obstar a situações de grave iniquidade no caso de tributação assente em ficções (...)”.

Face ao exposto, caso os sujeitos passivos, em consequência de constrangimentos decorrentes, por exemplo, de imposições de cariz regulatório e/ou obrigações de prossecução do interesse público, não tenham possibilidade de conformar a sua atuação, não estando, simplesmente, em condições de não recorrer a capitais alheios⁸³, a norma consagrada no artigo 67.º do Código do IRC deverá ser interpretada de forma não rígida de molde a não colocar em causa os princípios constitucionais acima mencionados, já que, nestes casos, a orientação anti-abusiva da mesma deixa de fazer sentido.

3.2 As vantagens fiscais de serem *equity alike*: a remuneração convencional do capital

O Orçamento do Estado para 2017 introduziu importantes alterações ao regime da remuneração convencional do capital social previsto no artigo 41.º-A do EBF, as quais visaram essencialmente alargar este benefício fiscal a mais sociedades e, como tal, potenciar o financiamento através de capitais próprios também nas sociedades de maiores dimensões. Com efeito, no contexto do novo regime da remuneração convencional do capital social, foram revogados dois dos três requisitos até então vigentes, deixando de ser exigida a qualificação como micro, pequena ou média empresa da entidade beneficiária, bem como que os sócios que participam na constituição ou no aumento do capital sejam exclusivamente pessoas singulares, sociedades ou investidores de capital de risco. Foi ainda revogada a norma que previa a aplicação a este benefício das regras dos auxílios *de minimis*⁸⁴.

Adicionalmente, alargou-se o âmbito de aplicação da norma (para além das entradas em dinheiro) às entradas em espécie resultantes da conversão de suprimentos e outros empréstimos

⁸³ É o caso, por exemplo, das entidades de interesse público que se deparam com os designados desvios tarifários e são obrigadas a recorrer à dívida para se financiarem relativamente ao montante dos referidos desvios por forma a assegurarem o normal desenvolvimento da sua atividade (tome-se como exemplo o caso da EDP e das Águas de Portugal).

⁸⁴ As regras *de minimis* fixadas no Regulamento n.º 1407/2013 da Comissão, de 18 de dezembro de 2013, visam, essencialmente, fixar as categorias de auxílios que se encontram isentas da obrigação

dos sócios, excluindo-se assim as demais entradas em espécie. A respeito das entradas em espécie admitidas no âmbito deste regime, as mesmas apenas serão consideradas a partir de 1 de janeiro de 2017.

Dado o alargamento deste regime, importa analisar a reformulada possibilidade de dedução ao lucro tributável da importância correspondente à remuneração convencional do capital social, à taxa de 7% (anteriormente de 5%) do montante das entradas realizadas até ao limite, agora fixado, de Euro 2.000.000.

Neste novo contexto, anualmente e durante seis exercícios, a sociedade beneficiária poderá incrementar o gasto anual (numa perspetiva puramente fiscal) em cerca de Euro 140.000, o que representa, portanto, uma poupança fiscal global bastante relevante.

Como condição para utilização da dedução em causa fixa-se, agora, que a sociedade beneficiária não pode reduzir o respetivo capital social com restituição aos sócios – não se incluindo aqui a redução de capital para cobertura de perdas –, quer no período de tributação em que as entradas sejam realizadas, quer nos cinco períodos de tributação seguintes. Com

prevista no n.º 3 do artigo 108.º do TFUE, o qual estabelece a obrigação de notificação dos auxílios estatais à Comissão Europeia, por forma a que se afira da respetiva compatibilidade com o mercado comum.

Nessa base, considera-se que os auxílios *de minimis*, concedidos a uma empresa única durante um dado período e que não excedam um certo montante fixo, não preenchem todos os critérios estabelecidos no artigo 107.º, n.º 1, do TFUE, pelo que não estão sujeitos ao procedimento de notificação. Segundo os critérios estabelecidos no Regulamento, os auxílios concedidos numa base trienal e que não excedem um limiar de Euro 200.000 não são considerados auxílios do Estado, nos termos definidos no n.º 1 do artigo 107.º do TFUE, não sendo, portanto, proibidos pelo Tratado.

Ora, a revogação da norma que previa a integração do regime da remuneração convencional no âmbito das regras *de minimis* veio permitir que o não cumprimento daquelas regras não coloque em causa a aplicação deste regime e, bem assim, que as empresas residentes beneficiem do regime da remuneração convencional mesmo quando já tenham usufruído de auxílios qualificáveis como *de minimis* e já tenham atingido o limite de Euro 200.000. Isto é, aquela revogação permite, em rigor, que as empresas aproveitem outros auxílios em simultâneo com o regime da remuneração convencional do capital social, o que dificilmente aconteceria caso este último ainda fosse considerado um auxílio *de minimis* - na medida em que a respetiva compatibilização estava sujeita aos limiares máximos de aproveitamento dos auxílios *de minimis*.

Em contrapartida da não integração deste regime no âmbito dos auxílios *de minimis*, prevê-se agora que os aumentos de capital elegíveis só poderão ser considerados até ao limite de Euro 2.000.000. Ou seja, anualmente e durante seis exercícios, as entidades beneficiárias poderão incrementar o gasto (numa perspetiva puramente fiscal) até cerca de Euro 140.000 anualmente (por aplicação da taxa de 7% ao valor máximo de entradas considerado – Euro 2.000.000).

efeito, o incumprimento deste requisito implica a consideração como rendimento do período de tributação em que ocorra a redução do capital com restituição aos sócios, do somatório das importâncias deduzidas a título de remuneração convencional do capital social, majorado em 15%.

Ademais, o regime em análise contém uma norma que pode ser entendida como penalizadora, sobretudo para entidades muito endividadas, a qual se consubstancia na redução do limite à dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos para 25% do EBITDA da entidade beneficiária, em contraposição com os 30% previstos na alínea b) do n.º 1 do artigo 67.º do Código do IRC⁸⁵.

Por último, deve reforçar-se que a norma anti-abuso constante do n.º 6 do artigo 41.º-A do EBF impossibilita a utilização do benefício decorrente da aplicação do regime “em cascata” no âmbito do mesmo grupo de sociedades. Isto é, se uma sociedade beneficiar do regime, este não poderá ser aplicado – no mesmo período de tributação ou num dos cinco períodos de tributação posteriores – a sociedades que detenham direta ou indiretamente uma participação no capital social da empresa beneficiária ou sejam participadas, direta ou indiretamente, pela mesma sociedade, na parte referente ao montante das entradas realizadas no capital social daquelas sociedades que haja beneficiado do presente regime.

A vantagem fiscal associada à dedutibilidade dos gastos com a remuneração convencional do capital social que este regime possibilita procura contornar a maior eficiência fiscal do endividamento através da dívida, desta vez na ótica do investidor. Sendo, desta forma,

⁸⁵ Esta redução da percentagem do EBITDA a considerar coloca dúvidas, num cenário de opção pela limitação dos gastos de financiamento líquidos numa lógica de Grupo, quanto a saber se a redução do limite resultante da aplicação do benefício da remuneração convencional do capital social “contagia” o RETGS ou se abrange apenas as sociedades que usufruam do benefício. Neste último caso teríamos dois limites a ser aplicados para o mesmo cálculo. Segundo entendemos, a redução do limite à dedutibilidade dos gastos de financiamento líquidos de 30% para 25% do EBITDA terá sido redigida pensando numa lógica individual, focada no impacto ao nível da entidade beneficiária (ou seja, “dos sujeitos passivos (que) beneficiem da dedução prevista no n.º 1”), sendo por isso omissa quanto à interpretação a dar no caso da opção do referido limite numa lógica de Grupo, nos termos da opção prevista no n.º 5 do artigo 67.º do Código do IRC. No entanto, trata-se de uma temática que coloca fundadas dúvidas, tanto mais quanto a AT ou a jurisprudência ainda não se pronunciaram sobre ela.

estimulado a investir em sociedades através do incremento do capital social das mesmas, o investidor pode, também aqui, deparar-se com as vantagens das soluções híbridas que permitem um incremento do capital social. O caso paradigmático é, mais uma vez, o das ações preferenciais sem voto: através da sua subscrição (por entradas em dinheiro ou por via da conversão de suprimentos em capital) o acionista passa a ter o poder de deduzir (dentro dos limites referidos) o gasto suportado com as suas entradas. Por outro lado, a sociedade continua a poder deduzir os gastos com ações preferenciais que sejam qualificados contabilisticamente como passivo financeiro, conforme desenvolvido *supra*.

3.3 As vantagens fiscais nas operações transfronteiriças

Conforme se tem vindo a referir, o planeamento fiscal integra o processo de decisão de financiamento e de investimento, na medida em que a escolha do tipo de financiamento / investimento está também dependente das consequências fiscais a ela associadas. Daí que a escolha da residência fiscal de uma empresa seja, muitas vezes, o resultado da influência do planeamento fiscal tanto no investimento, como no financiamento e na distribuição de dividendos.

Com efeito, as empresas não são alheias à falta de harmonização dos sistemas fiscais, a qual resulta em duas consequências essenciais:

- (i) a dupla tributação⁸⁶, que ocorre sempre que exista identidade de facto tributário e pluralidade de normas de sujeição em diferentes ordenamentos jurídicos, de tal modo que mais do que um imposto de igual natureza é pago em dois ou mais ordenamentos jurídicos, no mesmo período tributário.

Relativamente às soluções adotadas para a eliminação da dupla tributação, as mesmas podem ser unilaterais ou bilaterais. No âmbito das medidas unilaterais contam-se os mecanismos internos de prevenção como a concessão, pelo Estado da residência, de isenções de tributação do rendimento auferido no estrangeiro. No que respeita às medidas bilaterais, os exemplos

⁸⁶ Distingue-se a dupla tributação jurídica, em que o rendimento é sujeito a mais do que um imposto, na esfera do mesmo sujeito passivo, da dupla tributação económica, em que o rendimento é sujeito a mais do que um imposto na esfera de sujeitos passivos diferentes.

típicos são as convenções para eliminar a dupla tributação internacional, celebradas entre o Estado da fonte e o Estado da residência.

- (ii) a dupla não tributação, que ocorre quando, em face de uma situação transnacional, um determinado rendimento não é sujeito a tributação em nenhum dos ordenamentos que se poderiam arrogar da tributação.

Esta “lacuna” de tributação pode dar origem a um aproveitamento voluntário dos sujeitos passivos capazes de detetar tais falhas através de um planeamento fiscal agressivo. Ora, um dos meios mais amplamente utilizados para o efeito são precisamente as entidades e instrumentos financeiros híbridos.

Conforme vimos, os instrumentos financeiros híbridos, possuindo características de capitais próprios e de capitais alheios, podem ser classificados de forma divergente nos vários ordenamentos jurídicos. Ora, tal tratamento divergente não será, contudo, inócuo atendendo ao seguinte:

- (i) Caso se assuma o instrumento como capital próprio, o rendimento associado resultará de uma distribuição de dividendos, sendo os mesmos, tipicamente, não dedutíveis na esfera da sociedade distribuidora.
- (ii) Se, por outro lado, o rendimento for qualificado como resultante do recurso a dívida, os juros associados serão, em regra, dedutíveis na esfera da entidade pagadora.

Ora, um *mismatch* ocorre quando uma entidade, instrumento ou transação são objeto de classificações distintas em diferentes jurisdições, nomeadamente nos estados da fonte e da residência⁸⁷. As manobras elisivas associadas aos *mismatches* podem ser várias: (i) a dupla não tributação, (ii) a dupla dedução dos custos, (iii) a dedução dos custos acompanhada de uma simultânea não inclusão dos rendimentos noutra Estado e (iv) a dupla tributação.

Contudo, o efeito típico da utilização de instrumentos financeiros híbridos neste âmbito é a dedução / não inclusão (ponto iii acima), que se traduz no facto de no país da fonte (país A) o instrumento ser qualificado como dívida e no país da residência (país B) o instrumento ser qualificado como capital. Neste sentido, no país A a entidade que realiza o pagamento poderá

⁸⁷ Podemos distinguir quatro tipos de realidades que originam os referidos *mismatches*: (i) entidades híbridas, (ii) instrumentos híbridos, (iii) entidades com dupla residência fiscal, (iv) transações híbridas.

tomar o respetivo valor como um gasto fiscalmente dedutível e não reter o rendimento na fonte⁸⁸, ao passo que o país B, tomando os rendimentos como dividendos, poderá isentá-los de tributação caso preveja um regime de *participation exemption*⁸⁹. Ou seja, à dedutibilidade do gasto a montante, junta-se a não inclusão do rendimento no lucro tributável do sujeito passivo a jusante.

Salvo situações específicas relacionadas com a atração de investimento, estes *hybrid mismatches* são tendencialmente indesejados pelos Estados. De facto, tais práticas determinam a redução das receitas tributárias dos Estados e provocam distorções na concorrência, na medida em que apenas as empresas com atividades transnacionais podem beneficiar das mesmas, sendo colocadas numa posição de vantagem face às empresas de menores dimensões que não dispõem

⁸⁸ O que acontecerá, nomeadamente, se no estado da fonte for aplicável a DJR, relativa a um regime fiscal comum aplicável aos pagamentos de juros e royalties efetuados entre sociedades associadas de Estados Membros diferentes. No caso de Português, o artigo 14.º, n.º 12, do Código do IRC prevê que o pagamento de juros e royalties efetuado por empresas portuguesas a empresas residentes na UE e na Confederação Suíça está isento de retenção na fonte em Portugal, desde que:

- a) ambas as sociedades revistam uma das formas de sociedade previstas no Anexo da Diretiva;
- b) ambas as sociedades estejam sujeitas a imposto sobre o rendimento, sem beneficiar de qualquer isenção;
- c) exista uma relação direta de capital entre ambas, igual ou superior a 25%, ou sejam diretamente detidas em pelo menos 25% ou mais por uma terceira empresa, que cumpra os dois requisitos acima referidos, desde que, em qualquer dos casos, a participação seja detida por um mínimo de dois anos.

⁸⁹ Em Portugal o regime atual de *participation exemption* encontra-se consagrado nos artigos 51.º a 51.º-D do Código do IRC e determina que os lucros e reservas distribuídos a sujeitos passivos de IRC com sede ou direção efetiva em Portugal e as correspondentes mais e menos-valias realizadas com a transmissão onerosa de partes sociais ou de outros instrumentos de capital próprio não relevam para a determinação do lucro tributável desde que cumpridos os seguintes requisitos: (i) o sujeito passivo detenha uma participação direta ou indireta não inferior a 10% do capital social ou dos direitos de voto da entidade que distribuiu os lucros ou reservas; (ii) a participação seja detida por período igual ou superior a 12 meses; (iii) o sujeito passivo não seja abrangido pelo regime da transparência fiscal; (iv) a entidade que distribuiu os lucros esteja sujeita e não isenta de IRC, ou de um imposto de natureza idêntica, e a taxa legal aplicável à entidade não seja inferior a 60% da taxa de IRC prevista no n.º 1 do artigo 87.º do CIRC; e (v) a entidade que distribuiu os lucros ou reservas não tenha sede num paraíso fiscal.

da mesma amplitude de atuação⁹⁰, o que naturalmente afeta a justiça da repartição da carga tributária entre os sujeitos passivos.

Deste modo, face às suas consequências e às dúvidas sobre se correspondem ou não a formas de planeamento fiscal ilegítimo⁹¹, a OCDE e a UE já se debruçaram sobre os efeitos dos *mismatches*, aconselhando à sua neutralização em diferentes níveis. Desde logo, os Estados devem atuar no plano unilateral, através da criação de normas internas próprias, mas também no plano internacional, por meio das Convenções para evitar a Dupla Tributação, bem como no âmbito das Diretivas comunitárias.

No plano internacional, apesar de a Convenção Modelo da OCDE incluir as definições de “dividendos” (artigo 10.º, n.º 3) e “juros” (artigo 11.º, n.º 3)⁹², as dificuldades de harmonização do tratamento fiscal conferido aos híbridos, cujos rendimentos não são inequivocamente subsumíveis nos conceitos consagrados na CMOCDE, têm levado à introdução de normas neutralizantes destes *mismatches* nas próprias Convenções de Dupla Tributação. Tais normas passam (i) por negar as vantagens conferidas pelas CDT (v.g. a isenção dos dividendos ou a dedutibilidade dos custos), quando existam incongruências na caracterização dos rendimentos derivados dos híbridos entre os países intervenientes, ou (ii) pela convergência de qualificações, seguindo-se num país o tratamento fiscal adotado no outro.

⁹⁰ Esta ideia de distorção da concorrência apesar de não estar tão presente entre os inconvenientes que são apontados aos *hybrid mismatch arrangements* foi realçada pela OCDE no seu relatório “*Hybrid Mismatch Arrangements – Tax Policy and Compliance Issues*”, p. 11, parágrafo 24.

⁹¹ O planeamento fiscal ilegítimo corresponde a qualquer comportamento contrário a princípios ou regras do ordenamento jurídico-tributário que origine uma redução indevida das obrigações fiscais de um sujeito passivo. Deste modo, constituirão planeamento fiscal legítimo as atuações do sujeito passivo no sentido de reduzir a carga fiscal que impliquem a renúncia a determinados comportamentos amplamente tributados ou a escolha das soluções que fiscalmente lhe sejam mais favoráveis, que tenham sido intencionalmente consagradas pelo legislador ou que resultem de uma omissão do mesmo. Neste sentido veja-se “O direito dos contribuintes ao planeamento fiscal”, por Amândio Fernandes Silva, disponível em: https://www.occ.pt/fotos/downloads/files/1227698706_42a45_fiscalidade.pdf.

⁹² A definição de dividendos, que têm na sua base rendimentos derivados de participações no capital de uma entidade, não é considerada exaustiva nos comentários ao artigo 10.º da CMOCDE. Diferentemente, a definição de juros, que assenta numa contraprestação paga pelos créditos obtidos, tem, em princípio, carácter exaustivo de acordo com os comentários ao artigo 11.º.

Ademais, desde julho de 2013 que o combate à erosão tributária e ao desvio de lucros se assumiu como um estandarte da OCDE através do Plano de Ação BEPS. Tal plano, que contou com o apoio político do G20, contempla 15 ações no âmbito das quais se elaboraram recomendações para discussão pública em setembro de 2014, tendo sido disponibilizados os relatórios finais a 5 de outubro de 2015⁹³.

Um dos referidos *action plans* (Ação 2 de 15)⁹⁴ visa exatamente neutralizar os efeitos dos *hybrid mismatches arrangements*, recomendando-se para tal a implementação de regras de conexão ao nível da legislação de cada país que permitam a redução das diferenças entre jurisdições e o alinhamento do tratamento fiscal concedido pelo Estado do pagamento ao tratamento conferido à mesma operação no Estado da contraparte (parte I do relatório), bem como alterações à Convenção Modelo da OCDE, de forma a garantir que os instrumentos híbridos não são utilizados exclusivamente para benefício indevido do disposto nas Convenções.

A regra de conexão primária que a OCDE entende dever ser consagrada na legislação de cada país passa pela recusa de cada Estado quanto à dedução de um pagamento, sempre que o mesmo não esteja sujeito a imposto no Estado da entidade que o recebe. Como regra defensiva ou secundária a aplicar caso o Estado da entidade pagadora não aplique a referida regra

⁹³ Sobre estes Relatórios Finais veja-se o *paper* da EY com referência às várias ações do BEPS, em: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/OECD_releases_final_reports_on_BEPS_Action_Plan/\\$FILE/2015G_CM5818_OECD%20releases%20final%20reports%20on%20BEPS%20Action%20Plan.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/OECD_releases_final_reports_on_BEPS_Action_Plan/$FILE/2015G_CM5818_OECD%20releases%20final%20reports%20on%20BEPS%20Action%20Plan.pdf).

⁹⁴ Seguem-se as 15 medidas do Plano de Ação: (1) Abordar os desafios da economia digital; (2) Neutralizar os efeitos dos instrumentos híbridos (3) Reforçar as normas sobre transparência fiscal internacional; (4) Limitar a erosão da base tributável através da dedução de juros e outros rendimentos equivalentes; (5) Combater de modo mais eficaz as práticas fiscais prejudiciais, tendo em conta a transparência e a substância; (6) Prevenir a utilização abusiva das convenções para evitar a dupla tributação; (7) Prevenir que se evite artificialmente o reconhecimento de Estabelecimento Estável (EE); (8) Alinhar os preços de transferência com a criação de valor dos intangíveis; (9) Alinhar os preços de transferência com a criação de valor em relação aos riscos e ao capital; (10) Alinhar os preços de transferência com a criação de valor em relação a outras transações de maior risco; (11) Estabelecer metodologias para recolha e análise dos dados sobre o BEPS e as ações para o seu combate; (12) Solicitar que os contribuintes divulguem acordos de planeamento fiscal agressivo; (13) Reexaminar a documentação de preços de transferência; (14) Tornar os mecanismos de resolução de conflitos mais eficazes; (15) Desenvolver um instrumento multilateral.

primária, recomenda-se ao Estado da residência do beneficiário do rendimento que o reconheça como rendimento tributável⁹⁵.

Mas porque o Projeto BEPS engloba meras recomendações, o Conselho da UE, reunido em dezembro de 2015, constatou que as diretivas da União Europeia devem ser o instrumento de eleição para a implementação das conclusões da OCDE, solicitando à Comissão Europeia que assegurasse uma aplicação vinculativa do pacote BEPS através de uma nova diretiva denominada, à época, “anti-BEPS”.

Tal Diretiva acabou por ser publicada no dia 19 de julho de 2016 - Diretiva (UE) n.º 2016/1164, do Conselho, de 12 de julho de 2016⁹⁶ -, abrangendo todos os contribuintes sujeitos a imposto sobre as sociedades num Estado-Membro da União Europeia (UE), incluindo os estabelecimentos estáveis de entidades residentes para efeitos fiscais num país terceiro e situados num ou mais Estados-Membros, e incidindo sobre cinco domínios específicos, a saber: (i) limitação à dedutibilidade fiscal dos juros; (ii) tributação à saída; (iii) cláusula geral anti abuso; (iv) imputação de rendimentos obtidos por entidades localizadas em territórios de baixa tributação, e (v) assimetrias híbridas.

⁹⁵ Contudo, o âmbito de aplicação destas regras cinge-se aos pagamentos feitos entre partes relacionadas - considerando-se como tais aquelas que integrem o mesmo grupo de controlo, se uma delas detiver uma participação correspondente a 25% do capital da outra ou ainda se uma terceira parte detiver a mesma percentagem de participação em ambas – que integrem um *structured arrangement*, isto é, um acordo em que o diferente tratamento fiscal conferido aos híbridos pelos sistemas em causa faça parte dos termos acordados e seja um objetivo a atingir com o acordo. Segundo a OCDE “two persons would be in the same “control group” if (i) they are consolidated for accounting purposes; (ii) the first person has an investment in a second person that grants the former effective control, or a third person has such an investment in the first two; (iii) the first person has a 50% or greater investment in the second person, or a third person has a 50% or greater investment in both; or (iv) the two persons can be regarded as associated enterprises under Article 9 of the OECD Model Tax Convention”. Neste sentido *vd.* <http://www.ey.com/GL/en/Services/Tax/International-Tax/Alert--OECD-releases-final-report-on-Hybrid-Mismatch-Arrangements-under-Action-2>

⁹⁶ Os Estados-Membros deverão transpor a Diretiva para os respetivos direitos nacionais até 31.12.2018, devendo as novas regras entrar em vigor a partir de 01.01.2019. Excluem-se deste calendário, as regras relativas à “tributação à saída”, as quais deverão ser transpostas até 31.12.2019, e entrar em vigor a partir de 1.1.2020. Contudo, prevê-se que os Estados-Membros que disponham de regras com vista à limitação da dedutibilidade fiscal dos juros possam continuar a aplicá-las até que a OCDE chegue a acordo sobre uma norma mínima, ou o mais tardar até 01.01.2024.

De acordo com a Diretiva, na medida em que uma assimetria híbrida resulte numa dupla dedução, a dedução é concedida apenas no Estado-Membro em que esse pagamento tem origem. Por outro lado, na medida em que uma assimetria híbrida resulte numa dedução sem inclusão, o Estado-Membro do pagador deve recusar qualquer dedução fiscal desse pagamento⁹⁷.

Esta Diretiva anti-elisão surge, contudo, já depois da entrada em vigor da Diretiva 2015/121/UE do Conselho, de 27 de janeiro de 2015, que alterou a Diretiva Sociedades Mães e Afiliadas, estabelecendo-se agora que os Estados-membros não concedem os benefícios da Diretiva (v.g. a isenção de retenção na fonte dos dividendos e outros tipos de distribuição de lucros pagos pelas sociedades afiliadas às respetivas sociedades-mães e eliminação da dupla-tributação deste rendimento ao nível da sociedade mãe) “*a uma montagem ou série de montagens que, tendo sido posta em prática com a finalidade principal ou uma das finalidades principais de obter uma vantagem fiscal que frustre o objeto ou a finalidade da presente diretiva, não seja genuína tendo em conta todos os factos e circunstâncias relevantes*”.

Desta forma, consagra-se vinculativamente o entendimento de que o aproveitamento de *hybrid mismatches* só será considerado abusivo nos casos em que a utilização de híbridos por parte de sujeitos passivos vai, inequivocamente, para além da ponderação das suas vantagens económicas e comerciais, correspondendo a montagens não genuínas que apenas têm em vista o aproveitamento de desencontros nos sistemas fiscais. Aquela norma anti abuso resulta, pois, na consagração legislativa da jurisprudência do TJUE, vertida nomeadamente no acórdão *cadbury-schweppes*, e um reconhecimento implícito de que a escolha de instrumentos híbridos no âmbito de operações transfronteiriças pode inclusive ser alheia ao conhecimento por parte dos intervenientes das diferentes qualificações dos híbridos nos Estados que apresentam nexos de conexão com os mesmos.

Chegados ao plano unilateral, um dos meios à disposição dos Estados para contornarem os *mismatches* passa pela aplicação de uma Cláusula Geral Anti-Abuso, que desconsidere e

⁹⁷ O Código do IRC já prevê, em sede da aplicação do regime de *participation exemption* aos lucros e reservas distribuídos, regras especiais visando a desconsideração da aplicação deste regime sempre que os rendimentos possam resultar de assimetrias híbridas (*cf.* n.º 10 do artigo 51.º do Código do IRC). Assim, e sem prejuízo de eventuais ajustamentos que possam resultar da transposição da Diretiva para a ordem jurídica portuguesa, o resultado pretendido já se encontra assegurado pela legislação nacional.

requalifique os esquemas desprovidos de substância económica e dirigidos em exclusivo à obtenção de vantagens fiscais, aplicando-lhes as consequências que estariam associadas aos atos que foram abusivamente substituídos. Contudo, no caso dos instrumentos híbridos torna-se difícil defender que estamos perante instrumentos desprovidos de quaisquer objetivos económicos (face às inúmeras vantagens inerentes à sua utilização e que vão bem além de um aproveitamento de *mismatches*), bem como que a utilização dos mesmos em transações *cross-border* teve como objetivo explorar as lacunas de uma concreta jurisdição. Deste modo, salvo casos pontuais em que a utilização de híbridos seja puramente artificial e tenha como fim único a exploração de vantagens fiscais⁹⁸, a utilização de uma CGAA não é a solução mais efetiva para pôr cobro aos *mismatches*.

Outra das alternativas resulta da aplicação de Cláusulas Específicas Anti-Abuso, dirigidas a comportamentos definidos, nomeadamente, e no que aos *mismatches* concerne, concebendo-se normas que neguem isenções ou a dedutibilidade de determinados custos. Neste sentido, é possível que o país de origem do rendimento consagre uma norma que impeça a dedutibilidade fiscal dos juros quando os mesmos forem qualificados como dividendos isentos no país de destino, da mesma forma que pode o Estado de receção limitar a isenção que recai sobre dividendos que tenham a sua origem num país que os considere como custos fiscalmente dedutíveis na esfera da entidade que procede à sua distribuição.

Em Portugal, no âmbito do regime de *participation exemption*, o Código do IRC contém uma norma específica anti-abuso dedicada a estes *desencontros* entre sistemas fiscais⁹⁹. De

⁹⁸ Neste sentido veja-se o Acórdão Cadbury-Schweppes do TJUE. De acordo com esta decisão jurisprudencial (disponível em formato digital no seguinte endereço: <http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?jsessionid=9ea7d0f130d5d0f33505944740d6b7d792e286c5904c.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4Oc3qKe0?text=&docid=63874&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=39602>), estas situações de *hybrid mismatches*, porque não são criadas pelo próprio sujeito passivo, que se limita a aproveitar uma falha na coordenação entre sistemas fiscais, apenas corresponderão a um comportamento abusivo quando a utilização destes esquemas seja puramente artificial e desprovida de quaisquer objetivos estritamente económicos.

⁹⁹ Até 2013 a inexistência desta cláusula específica determinava que em Portugal se tivesse de recorrer à Cláusula Geral Anti-Abuso (artigo 38.º, n.º 2, da LGT) sempre que se verificasse um aproveitamento abusivo de IFH. Tal aplicação implicava a verificação dos seus quatro requisitos, a saber: o elemento meio, referente ao modo utilizado para a obtenção de uma vantagem fiscal; o elemento resultado, que corresponde à vantagem fiscal obtida (v.g. a não sujeição a imposto); o elemento intelectual, referente à motivação fiscal do sujeito passivo; e o elemento normativo, que representa a reprovação da vantagem fiscal obtida.

facto, o n.º 10 do artigo 51.º determina que a isenção destes rendimentos não se efetiva se os mesmos corresponderem a gastos dedutíveis pela empresa que os distribui ou se esta for uma entidade não sujeita ou sujeita e isenta de imposto sobre o rendimento.

Apesar de constituírem uma solução bem mais efetiva que a cláusula geral, estas cláusulas específicas não deixam de implicar também inconvenientes. Uma das desvantagens destas normas passa pela sua pouca flexibilidade, dada a especificidade das situações cobertas, a que acresce o facto de a sua aplicação exigir a existência de eficientes mecanismos de troca de informação entre Estados, com o objetivo de se evitar o efeito indesejado, e conducente a uma dupla tributação, da aplicação simultânea de cláusulas específicas em dois Estados.

Contudo, em contexto europeu, o principal entrave às mesmas decorre de a sua aplicação poder colidir com o Direito da UE, nomeadamente por poder significar uma restrição às liberdades de circulação de capitais (artigo 63.º do TFUE) e de estabelecimento (artigo 49.º do TFUE)¹⁰⁰. Apesar de o TJUE aceitar tais restrições se as mesmas forem justificadas por razões imperiosas de carácter geral, como seja o risco de fraude e evasão fiscal, e forem simultaneamente adequadas a assegurar a realização do objetivo em causa, não ultrapassando a medida do necessário (proporcionalidade)¹⁰¹, a verdade é que estas cláusulas específicas idênticas à prevista no artigo 51.º, n.º 10, do Código do IRC dificilmente se compatibilizarão com o Direito da UE, nomeadamente porque assentam em presunções automáticas, não permitindo que o sujeito passivo demonstre a autenticidade da operação (v.g. a existência de razões económicas) e desta forma evite a aplicação da cláusula.

Uma outra forma de contornar os esquemas de planeamento fiscal abusivo a nível interno passa pela consagração de obrigações declarativas. Foi neste sentido que em Portugal se consagraram, pelo Decreto-Lei n.º 29/2008, de 25 de fevereiro, obrigações de comunicação,

¹⁰⁰ Também a discriminação das operações plurilocalizadas face aos benefícios que são assegurados em contexto interno tem sido apontada como possivelmente atentatória do Direito da UE. Contudo, nestes casos, os intervenientes e a realidade fáctica estão sujeitos ao enquadramento de diferentes jurisdições, pelo que não se pode considerar haver identidade de situações.

¹⁰¹ Neste sentido, veja-se o parágrafo 44 do Acórdão do TJUE OY AA., de 18-07-2007 C-231/05, em:

<http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30d547717a75770849f183aa8e099bbb8a4f.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuQbN90?docid=62750&pageIndex=0&doclang=PT&dir=&occ=first&part=1&cid=3090>.

informação e esclarecimento por parte dos intervenientes na conceção e implementação de esquemas de planeamento fiscal, entre os quais se incluem os consultores fiscais. Esta declaração de Planeamento Fiscal dirigida à Direção Geral dos Impostos impõe-se nas situações elencadas no artigo 4.º do referido Decreto-Lei. Entre elas incluem-se os esquemas que envolvam operações financeiras ou sobre seguros que sejam suscetíveis de determinar a requalificação do rendimento ou a alteração do beneficiário, nomeadamente a locação financeira, instrumentos financeiros híbridos, derivados ou contratos sobre instrumentos financeiros (alínea c) do artigo 4.º).

Capítulo V - Breve caracterização de alguns dos híbridos tipificados em Portugal

1. Ações preferenciais sem voto¹⁰²

As APsV correspondem a uma categoria especial de ações, tipificada nos artigos 341.º a 344.º do CSC, que conferem o direito a um dividendo prioritário não inferior a 1% do valor nominal do capital social da sociedade emitente ou - caso não haja valor nominal - do seu valor de emissão (deduzido de eventual prémio de emissão), retirado dos lucros distribuíveis em consonância com o previsto nos artigos 32.º e 33.º do CSC.

Para além do direito ao dividendo prioritário, estas ações atribuem também o direito ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade.

Tais direitos prioritários implicam que os acionistas preferenciais sejam pagos anteriormente aos demais acionistas, mas não implicam direitos majorados. Na verdade, os mesmos só corresponderão a mais direitos quando os lucros distribuíveis forem insuficientes para remunerar no mesmo montante todos os demais acionista. Isto porque, havendo lucros distribuíveis, é atribuído o dividendo prioritário aos acionistas preferenciais, sendo que, restando ainda lucros, os mesmos são distribuídos, a título de dividendos, aos restantes acionistas no mesmo montante atribuído aos acionistas preferenciais sem voto. Por fim, se existirem lucros remanescentes, estes são repartidos pelos acionistas de acordo com o critério de participação nos lucros previsto no artigo 22.º, n.º 1, do CSC.

Apesar de em termos patrimoniais corresponderem a uma categoria de ações privilegiadas, as APsV são simultaneamente enfraquecidas no que concerne aos direitos políticos de participação social, na medida em estão desprovidas do direito de voto, partilhando, ainda assim, dos demais direitos conferidos às ações ordinárias (artigo 341.º, n.º 5, do CSC)¹⁰³.

¹⁰² Entre as empresas que publicamente recorrem ao financiamento através de APsV contam-se a INAPA – Investimentos, Participações e Gestão, S.A. (como resulta do aviso publicado pela CMVM no seguinte domínio: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd21422.pdf>.) e a sociedade comercial Orey Antunes, S.A. (conforme os respetivos estatutos: <http://www.orey.com/Estatutos%20SCOA.pdf>).

¹⁰³ Se este entendimento era unânime antes da reforma de regime de fevereiro de 2015, atualmente deixou de ser face à previsão dúbia da norma contida no n.º 5 do artigo 341.º do CSC e nomeadamente à referência aos “*direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores*”. Ora, porque estes direitos previstos nos números anteriores correspondem apenas ao direito ao dividendo prioritário e ao reembolso prioritário na liquidação, Marques, Elda vem defender que atualmente as APsV estão privadas dos demais direitos patrimoniais, entre os quais se conta o direito de preferência na subscrição

De qualquer forma, os acionistas preferenciais não ficam completamente privados de tal direito de voto, já que este renasce em situações patológicas, nomeadamente quando o dividendo prioritário não seja integralmente pago durante dois exercícios sociais. Neste período os acionistas preferenciais passam a deter o direito de voto nos mesmos termos dos acionistas ordinários, mas não perdem os privilégios patrimoniais. Ainda assim, tal direito de voto recuperado perde-se no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos em atraso (artigo 342.º, n.º 3, do CSC).

Outro dos destaques do regime destas ações privilegiadas reside no facto de o direito ao dividendo prioritário ser cumulativo, no sentido em que se o mesmo não for integralmente pago num determinado exercício social deverá sê-lo nos três exercícios seguintes, anteriormente aos dividendos relativos aos referidos exercícios.

O regime que acabou de se descrever vigora para as APsV clássicas, nomeadamente aquelas que são subscritas pela generalidade dos investidores. Contudo, o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro veio flexibilizá-lo, abrindo a possibilidade de emissão de APsV com diferentes configurações, quando sejam subscritas por investidores qualificados e não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Entre as medidas de flexibilização contam-se:

- i. A possível estipulação estatutária de ações com dividendo não participante nos lucros remanescentes, bem como a possibilidade de afastamento do direito ao reembolso prioritário na liquidação¹⁰⁴ (artigo 341.º, n.º 4, do CSC);
- ii. A não cumulação do dividendo prioritário não pago em caso de inexistência de lucros distribuíveis (artigo 342.º, n.º 4, alíneas a) e b), do CSC);
- iii. A possibilidade de conversão das APsV em ações ordinárias sujeita a uma condição suspensiva, como seja a deterioração da situação financeira da sociedade (artigo 342.º, n.º 4, alínea c), do CSC);
- iv. A protelação da recuperação do direito de voto por um período não superior a cinco exercícios (artigo 342.º, n.º 4, alínea d), do CSC).

de novas ações em caso de aumento de capital por entradas em dinheiro. Veja-se tal opinião em “As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – O Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro”, *in* Direito das Sociedades em Revista – março 2015, ano 7, vol. 13, Semestral.

¹⁰⁴ Nestes casos deixa, portanto, de ser imperativa a concomitância do direito ao dividendo prioritário com o do reembolso prioritário na liquidação como condição da privação do direito de voto.

Do exposto decorre que as APsV são instrumentos híbridos desde logo por, apesar de serem ações, representarem um custo fixo de financiamento para a sociedade, uma vez que esta não se pode abster de remunerar os acionistas preferenciais sempre que existam lucros distribuíveis, e isto mesmo que não existam lucros suficientes para pagar aos restantes acionistas. É certo que a distribuição do dividendo prioritário está dependente da existência efetiva de lucros e, portanto, os acionistas preferenciais correm também o risco de negócio, mas este direito ao dividendo prioritário está de tal modo salvaguardo que beneficia do facto de ser cumulativo, devendo ser pago, nos três exercícios seguintes, e é suscetível de execução específica em caso de incumprimento.

Ademais, os acionistas preferenciais não têm a capacidade de influenciar a gestão da sociedade, uma vez que estão desprovidos do principal direito político inerente às demais participações sociais e podem inclusive beneficiar apenas da prioridade no recebimento do dividendo, sem que tenham direito a participar no remanescente dos lucros¹⁰⁵.

Adicionalmente, em caso de liquidação, as APsV estão graduadas abaixo de toda a dívida, mas acima das ações ordinárias.

Por fim, diga-se que a hibridez destes instrumentos encontra-se já consagrada pela legislação fiscal portuguesa, a qual determina, no artigo 23.º, n.º 7, do Código do IRC, que os gastos respeitantes a APsV classificadas como passivo financeiro de acordo com normalização contabilística em vigor são dedutíveis para efeitos da determinação do lucro tributável do emitente. Ora, em termos contabilísticos, tais ações, tal como consagradas em Portugal, serão inevitavelmente consideradas passivos financeiros, face à definição contida na IAS 32, na medida em que o emitente está vinculado ao pagamento do reembolso do seu financiamento, sempre que disponha de resultados que o permitam.

Em termos regulatórios, estas ações preferenciais perpétuas e cumulativas serão consideradas *Capital Tier 2* e portanto aptas a integrar os fundos próprios complementares

¹⁰⁵ No caso de estarem em causa investidores qualificados e ações não admitidas à negociação em mercado regulamentado.

exigidos. Diferentemente, se estivermos perante APsV perpétuas e não cumulativas¹⁰⁶, as mesmas já serão consideradas *Capital Additional Tier 1*, o que lhes garante um tratamento regulatório ainda mais favorável.

Já as Ações Preferenciais sem Voto não perpétuas, mas remíveis¹⁰⁷, porque não partilham da característica de continuidade típica dos capitais próprios e não garantem assim a absorção das perdas, não são moldadas de forma a integrarem-se nos fundos próprios para efeitos regulatórios.

2. Obrigações convertíveis¹⁰⁸

As obrigações convertíveis em ações representam um tipo de valor mobiliário que combina as características das ações com as das obrigações e que se encontra regulado nos artigos 365.º a 372.º do CSC. Com efeito, esta modalidade de instrumento financeiro confere dois direitos distintos ao respetivo titular: por um lado, incorpora um direito à restituição do capital mutuado, para além dos respetivos juros (tal como as demais obrigações), por outro, atribui um direito de, no período fixado nas condições de emissão, o titular proceder à conversão das obrigações em ações, adquirindo a qualidade de acionista da sociedade emitente ou de uma outra sociedade em que esta detenha participações (artigo 365.º do CSC).

Note-se, contudo, que a opção de conversão pode estar do lado do subscritor das obrigações (*convertibles*) ou da sociedade que as emite (*reverse convertibles*), sendo que quando a opção

¹⁰⁶ O que é possível em Portugal, desde fevereiro de 2015, desde que exista previsão estatutária da não cumulação e os investidores sejam qualificados, não estando as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

¹⁰⁷ Em Portugal é expressamente permitido que APsV sejam simultaneamente remíveis desde a nova redação do artigo 345.º, n.º 1, do CSC. Tais ações remíveis caracterizam-se essencialmente por se extinguirem em data fixa ou quando assim for deliberado pela assembleia geral.

¹⁰⁸ De entre as sociedades que publicamente recorrem a obrigações convertíveis contam-se, por exemplo, a Sonae SGPS, S.A. (*Vide Comunicado aos detentores das obrigações em: https://www.sonae.pt/fotos/comunicados/priceadjustmentpt110517_949426685915845f98869.pdf*) e a TAP SGPS, S.A. (*cf. Relatório e Contas do exercício de 2015 em: http://www.tapportugal.com/prjdir/flytap/mediaRep/editors/Contentimages/PDFs/Institucional/Relatorios/2015/Resumo%20RC2015%20TAP%20%20SGPS%20consolid%20I_PT.pdf*).

se encontra do lado do titular a mesma envolve por norma o pagamento por parte deste de um prémio relativamente ao valor de mercado das ações.

Atendendo a que este instrumento financeiro incorpora um direito de conversão de obrigações em ações, a respetiva emissão está dependente, genericamente, de duas deliberações da assembleia geral dos acionistas¹⁰⁹: (i) a deliberação de emissão das obrigações convertíveis e (ii) a deliberação de aumento do capital social (artigo 366.º do CSC).

Relativamente ao regime destes instrumentos, cumpre referir que o artigo 367.º do CSC consagra um direito de preferência dos acionistas na subscrição destas obrigações. Contudo, a deliberação de emissão pode retirar tal direito com fundamento no interesse social (artigo 366.º, n.º 2, alínea c), do CSC) ou caso estejam em causa ações detidas pela sociedade¹¹⁰.

Adicionalmente, como forma de proteger os titulares das obrigações de alterações da situação económica e financeira da sociedade que possam lesar os seus interesses (enquanto possíveis futuros acionistas), desde a deliberação de emissão das obrigações e enquanto for possível aos obrigacionistas pedir a conversão, a sociedade não poderá: (i) alterar as condições de repartição de lucros fixadas no contrato de sociedade, (ii) distribuir aos acionistas ações próprias, a qualquer título, (iii) amortizar ações ou (iv) reduzir o capital mediante reembolso e (v) atribuir privilégios às ações existentes (artigo 368.º, n.º 1, do CSC). Ademais, ficam ainda condicionadas à atribuição de direitos iguais aos dos acionistas: (i) a emissão de novas obrigações convertíveis em ações, (ii) a alteração do valor nominal das ações, (iii) a distribuição de reservas aos acionistas, (iv) o aumento do capital social mediante novas entradas ou por incorporação de reservas e (v) qualquer ato que possa afetar os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão (artigo 368.º, n.º 3, do CSC).

É a capacidade de transformação de instrumento de dívida em capital próprio que confere hibridez a estes instrumentos financeiros que contabilisticamente são decompostos em duas partes. Por um lado, o contrato subjacente é tomado como passivo financeiro, por outro, a opção de conversão é considerada um instrumento de capital próprio. Com efeito, de acordo com a

¹⁰⁹ O órgão de administração pode também deliberar a emissão de obrigações convertíveis, desde que se encontre autorizado pelo contrato de sociedade a deliberar a emissão de obrigações e o aumento do capital social até ao limite máximo que possa resultar da conversão, aplicando-se com as necessárias adaptações o disposto no n.º 3 do artigo 456.º (*cf.* n.º 6 do artigo 366.º do CSC).

¹¹⁰ Assim, Almeida, António Pereira de, *op. cit.*, p. 71.

NCRF 27, “na emissão de instrumentos compostos, como sejam instrumentos de dívida com opção de conversão ou obrigações com warrant ou qualquer outro instrumento que combine instrumentos de capital próprio com passivos financeiros, uma entidade deve alocar a quantia recebida entre as respetivas componentes. Para tal imputação, uma entidade deve primeiro determinar a quantia da componente do passivo financeiro como sendo o justo valor do passivo financeiro que não tenha associado nenhuma componente de capital próprio. A entidade deve imputar a quantia residual à componente de capital próprio” (parágrafo 20 – Mensuração).

Em termos regulatórios, tal como a generalidade dos híbridos, incluem-se no *Capital Tier 2*, o que é particularmente relevante para as instituições de crédito que procurem reforçar os seus rácios de capitais próprios.

Deve ainda referir-se que estes instrumentos financeiros podem ser particularmente vantajosos para as instituições de crédito quando assumirem a forma de *contingent convertible bonds (CoCos)*. Os *CoCos* correspondem a obrigações convertíveis em ações em que a conversão, ao invés de depender de uma opção do titular ou do emitente, depende da verificação de uma condição suspensiva acordada - que poderá corresponder à perda de fundos próprios de base da entidade emitente. Neste sentido, prevendo-se a respetiva conversão em capital caso se verifique uma deterioração dos indicadores financeiros da entidade bancária os *CoCos* podem ser computados como elementos integrantes do *Capital Tier 1*.

Contudo, para que tal aconteça devem ser fornecidos com carácter de permanência (nos termos do artigo 4.º/2 do Aviso 6/2010 do BdP), ser remunerados de forma flexível (de acordo com o que dispõem os n.ºs 6 e 7 do referido artigo 4.º), ter capacidade para absorver os prejuízos do emitente (artigo 4.º, n.º 9) e ter carácter subordinado, de tal modo que em caso de insolvência ou liquidação da sociedade emitente o titular só pode ser reembolsado depois de reembolsados os titulares de fundos próprios complementares (*Tier 2*) (artigo 4.º, n.º 10).

Em termos fiscais, naturalmente que os juros pagos pelo financiamento através das obrigações serão considerados gastos fiscalmente dedutíveis na esfera do emitente.

3. Obrigações com warrant¹¹¹

As obrigações com warrant “*conferem o direito à subscrição de uma ou várias ações a emitir pela sociedade em prazo determinado e pelo preço e demais condições previstas no momento da emissão*” (artigo 372.º-B, n.º 1, do CSC). Ou seja, para além do direito de crédito sobre o emitente, estas obrigações representam também um direito de subscrição de ações, o qual é destacável e negociável autonomamente, salvo indicação em contrário nas condições de emissão (artigo 372.º-B, n.º 4, do CSC). Neste sentido, distinguem-se das obrigações convertíveis essencialmente porque o titular conjuga a sua posição de obrigacionista com a de acionista.

Também aqui estamos perante um instrumento híbrido que atribui ao investidor a possibilidade de participar no capital da sociedade emitente. Neste caso, semelhantemente ao que acontece com as obrigações convertíveis, os fluxos de caixa associados ao pagamento de juros e de reembolso da obrigação devem ser reconhecidos, contabilisticamente, como um passivo financeiro enquanto o warrant representa um instrumento de capital próprio. Ademais, em termos regulatórios integram também o *Capital Tier 2*, podendo ainda os respetivos juros ser fiscalmente dedutíveis.

Como nota final cumpre referir que as obrigações com warrant se distinguem dos warrants autónomos, os quais, para além de serem autonomamente negociados, não se correspondem a títulos de dívida. Com efeito, de acordo com a CMVM, os warrants autónomos são “*produtos financeiros habitualmente negociados em mercados de bolsa que conferem ao seu titular o direito, mas não a obrigação, de comprar (Warrant de Compra ou Call Warrant) ou de vender (Warrant de Venda ou Put Warrant) o ativo subjacente ao qual estão indexados ao preço inicialmente contratado (preço de exercício) e numa data futura igualmente pré-fixada (data de maturidade). Este produto permite um ganho correspondente à diferença entre o preço de exercício e o preço do ativo subjacente no momento do exercício do direito, no caso dos put*

¹¹¹ Recorre publicamente à emissão de obrigações com warrant, por exemplo, a SAG GEST – Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA (*vide* aviso constante do site da CMVM: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/OUdi4578.pdf>).

warrants, e à diferença entre o preço do ativo subjacente no momento do exercício do direito o preço de exercício, no caso dos call warrants”¹¹².

4. Obrigações participantes

As obrigações participantes (reguladas nos artigos 361.º a 364.º do CSC) caracterizam-se pelo facto de o respetivo reembolso se encontrar dependente da realização de lucros pela sociedade. Desta forma, não obstante terem a maior parte das características das obrigações, na medida em que a sua remuneração está indexada a um indicador de desempenho da sociedade, o obrigacionista participa no risco de negócio da sociedade. É esta particularidade que lhe confere o seu carácter híbrido e uma flexibilidade semelhante à dos capitais próprios.

Por norma, estamos perante obrigações que conferem aos seus titulares uma remuneração base, a que se junta uma remuneração *suplementar*¹¹³ cuja existência e montante corresponderá a uma percentagem sobre os lucros obtidos pela sociedade¹¹⁴.

Apesar de indexado aos lucros, em termos contabilísticos, o juro deve ainda ser considerado como remuneração de um instrumento de dívida, isto porque, de modo semelhante ao que acontece com as APsV, a sociedade, realizando efetivamente lucros, encontra-se vinculada ao pagamento do lucro em resultado de se ter constituído uma obrigação contratual.

Atendendo a que o juro indexado aos lucros destas obrigações deverá ser tratado como passivo financeiro, em termos fiscais, face à inexistência de regras específicas e ao princípio da dependência parcial da contabilidade, os respetivos gastos poderão ser considerados como dedutíveis.

Em termos regulatórios, contudo, dificilmente serão qualificadas como fundos próprios, ainda que complementares (*Tier 2*), atendendo a que no momento da liquidação não absorvem

¹¹² *In* Glossário da CMVM, disponível online em: <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosInstrumentosFinanceiros.aspx>.

¹¹³ Não obstante, pode também definir-se que o pagamento do juro fique totalmente dependente da obtenção de lucros pelo emitente.

¹¹⁴ Essa percentagem pode ser fixa face ao lucro de cada exercício, independentemente do montante deste (artigo 361.º, n.º 1, alínea a), do CSC); pode ser uma percentagem fixa, mas apenas se o lucro exceder um limite máximo (artigo 361.º, n.º 1, alínea b), do CSC); pode ainda ser uma percentagem variável em função, nomeadamente, dos lucros obtidos em cada exercício (artigo 361.º, n.º 1, alínea c), do CSC); e pode a imputação dos lucros depender da proporção do valor nominal dos títulos (artigo 361.º, n.º 1, alínea d), do CSC).

as perdas, não estando os seus titulares subordinados aos demais credores, antes concorrendo com estes.

5. Obrigações subordinadas¹¹⁵

Correspondem a títulos de dívida abrangidos por uma cláusula de subordinação que, desde o Decreto-Lei 26/2015, de 6 de fevereiro, passaram a incluir-se no elenco do artigo 360.º do CSC (n.º 1, alínea e)). Por força de tal cláusula, em caso de falência do emitente, os seus titulares só serão reembolsados depois dos restantes credores titulares de instrumentos de dívida não subordinada, tendo, porém, prioridade sobre os acionistas.

No caso das obrigações subordinadas emitidas por instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal, tal emissão deve ser sujeita à sua aprovação, ao que acresce o cumprimento das condições definidas no Aviso n.º 12/92.

Estas obrigações têm um tratamento contabilístico e fiscal idêntico às obrigações clássicas, nomeadamente no que concerne à dedutibilidade dos gastos, mas beneficiam ainda do facto de se integrarem no capital regulatório *Tier 2*, o que permite a sua consideração como fundos próprios complementares.

¹¹⁵ Emite este tipo de obrigações, por exemplo, a Companhia de Seguros Açoriana, S.A. (*cf.* file:///C:/Users/Bruna.Leitao/Downloads/Obriga%C3%A7%C3%B5es%20Perp%C3%A9tuas%20Subordinadas%202%C2%BA%20Cup%C3%A3o.pdf).

Capítulo VI - Conclusões

- I. A estrutura de capital das empresas deve corresponder a um *mix* de capitais alheios e de capitais próprios, atendendo às vantagens decorrentes da poupança fiscal da dívida e aos custos de *stress* financeiro que esta acarreta.
- II. O maior risco para os investidores que o investimento através de capitais próprios acarreta, bem como a ausência de mecanismos legais que, em Portugal, garantam a congruência entre o capital social e o objeto das sociedades comerciais, fizeram dos suprimentos o meio mais utilizado para obviar aos problemas decorrentes da subcapitalização das sociedades.
- III. Ora, face à antiguidade dos suprimentos, à sua recorrente utilização e à respetiva qualificação como instrumentos de *quasi* capital, os suprimentos poderão considerar-se os precursores dos instrumentos financeiros híbridos.
- IV. Congregando características tanto de dívida como de capital próprio, os híbridos primam pela maleabilidade, adaptando-se de forma a estarem suficientemente próximos do capital próprio, para serem considerados como tal em termos regulatórios e de notação de risco, e suficientemente próximos da dívida, para serem adquiridos por valores atrativos aos investidores e para que os seus encargos possam ser fiscalmente dedutíveis.
- V. Em termos regulatórios, a generalidade dos híbridos contém características que permitem a sua consideração como *Capital Tier 2*, o que significa que podem contribuir para o cumprimento dos rácios mínimos de capitais próprios impostos pelos reguladores das instituições de crédito. Mas mais, há híbridos, como as ações preferenciais sem voto perpétuas e não cumulativas, que se incluem no *Capital Additional Tier 1*, o que lhes proporciona um tratamento regulatório quase tão vantajoso quanto o capital próprio mais puro.
- VI. Por sua vez as normas internacionais de contabilidade conferem aos instrumentos financeiros híbridos um tratamento diferenciado consoante as características que

assumam no caso concreto. Neste sentido, um instrumento que juridicamente seja considerado como capital próprio pode ser contabilizado como passivo financeiro, desde que as suas especificidades materiais se subsumam no conceito de passivo financeiro que consta das normas internacionais de contabilidade. É a prevalência do princípio da substância sobre a forma.

- VII. Em termos fiscais, os híbridos beneficiam da sua aproximação ao capital alheio. Com efeito, a consideração dos juros como gastos fiscais determina a sua dedução ao valor do lucro tributável e, conseqüentemente, uma poupança fiscal decorrente do facto de o valor de base da tributação se tornar inferior.
- VIII. Mas as vantagens fiscais dos instrumentos financeiros híbridos resultam ainda da possível ocorrência de *hybrid mismatches* - que consistem em desencontros na qualificação conferida pela lei fiscal em diferentes Estados -, sendo frequente que os híbridos originem casos de dedução de custos e simultânea não inclusão no lucro tributável da contraparte.
- IX. Porque estamos perante atuações que introduzem distorções na concorrência e a erosão das bases tributáveis, tanto a nível nacional como ao nível das organizações internacionais, tem-se entendido que os *hybrid mismatches* constituem um problema carente de solução.
- X. Neste sentido, a OCDE desenvolveu, no âmbito do seu projeto BEPS, um conjunto de recomendações a aplicar ao nível nacional, ao passo que a UE procura verter as mesmas em instrumentos jurídicos vinculativos para os seus membros.
- XI. No entanto, ao nível da UE consagrou-se o entendimento de que o aproveitamento de *hybrid mismatches* só será considerado abusivo nos casos em que a utilização de híbridos por parte de sujeitos passivos vá para além da ponderação das suas vantagens económicas e comerciais, correspondendo a montagens não genuínas que têm apenas em vista o aproveitamento dos *mismatches*.

- XII. A tipificação de instrumentos financeiros híbridos em Portugal evidencia que os mesmos são já vistos como uma solução de financiamento a acrescer aos tradicionais instrumentos de capital próprio e dívida. E as diferentes “vestes” adotadas, ora assumindo-se como obrigações, ora como ações, permitem a escolha dos instrumentos atendendo aos objetivos do investidor e do emitente.

Bibliografia

- Abreu, Jorge M. Coutinho de Abreu (Coord.) (2010), 1.^a edição, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume I*, Coimbra, Almedina.
- Alpalhão, Rui (1994), *Instrumentos Híbridos de Financiamento e Acesso ao Mercado de Acções*, Lisboa, Universidade Nova, Faculdade de Economia.
- Almeida, António Pereira de (2013), 7.^a edição, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume I*, Coimbra, Coimbra Editora.
- Almeida, António Pereira de (2013), 7.^a edição, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume II*, Coimbra, Coimbra Editora.
- Alver, Jaan (2007), Preferred Stock: Liability or Equity?, Working Papers from Tallinn School of Economics and Business Administration, Tallinn University of Technology.
- Amaral, Marco (2015), *Tipos de riscos na actividade bancária*, Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.
- Antunes, José Engrácia (2008), "Cobertura de Prejuízos Sociais Transitados e Reserva de Prémios de Emissão", in *Ars Iudicandi - Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor António Castanheira Neves, Volume II: Direito Privado*, Coimbra, Coimbra Editora.
- Antunes, José Engrácia (2017), 3.^a edição, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina.
- Ascensão, José de Oliveira (2000), *As acções, in Direito dos Valores Mobiliários, Volume II*, Coimbra, Coimbra Editora.

- Câmara, Paulo (2011), 2ª edição, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina.
- Carlos, Américo Brás (2010), 3.ª edição, *Impostos – Teoria Geral*, Coimbra, Almedina.
- Castro, Carlos Osório de (1998), *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa.
- Clarke, Carol M.; Diana W Kahn (1990), “Is it equity? Is it debt? Or is it both?”, *Financial Executive*, Nov/Dec 90, Vol. 6, Issue 6.
- Cunha, Paulo Olavo (2010), 4ª edição, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina.
- Dias, Cristiano (2015), *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Coimbra, Almedina, p. 282.
- Domingues, Rodrigo Rabeca (2013), “Limitação à dedução fiscal de gastos de financiamento”, in *Revisores e Auditores*, n.º 60 Jan/Abr., p. 43.
- Duarte, Rui Pinto (2008), “Suprimentos, prestações acessórias e prestações suplementares – notas e questões”, *In Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina.
- Duarte, Rui Pinto (2011), “A Subcapitalização das Sociedades – Notas de Direito Privado e de Direito Fiscal”. *In Estudos em memória do Prof. Doutor J.L. Saldanha Sanches, Vol. IV*, Coimbra, Coimbra Editora.
- Everaert, Gerard Julius Oliveira (2014), *Dedução/não inclusão com hybrid Mismatches: Game Over?*, Dissertação de Mestrado em Direito Fiscal, Universidade Católica Portuguesa.
- EY (2015), OECD releases final report on Hybrid Mismatches Arrangements under Action 2.

- *EY (2014), OECD releases report under BEPS Action 2 on hybrid mismatch arrangements.*
- *Garcês, André (2012), Esquemas de Financiamento societário: A emissão de valores mobiliários híbridos, Dissertação de Mestrado em Direito das Empresas, Lisboa, ISCTE-IUL.*
- *Garcia, Nuno de Oliveira e Rita Carvalho Nunes (2009), “Suprimentos e respectiva cessão à luz do Código de Imposto do Selo - Os suprimentos como operações para cobertura de carências de tesouraria e a definição de reembolso para efeitos de Imposto do Selo”, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, ano VI, p. 455 a 470.*
- *Geraldes, Maurício, Joaquim Santos e Joaquim Marvão (2007), “Acções Preferenciais Remíveis”, in Jornal de Contabilidade, n.º 363, APOTEC, p. 185 a 194.*
- *Gomes, João (2011), O tratamento fiscal dos encargos com juros enquanto incentivo ao endividamento, Dissertação de mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais, Lisboa, ISEG.*
- *Green, Peter J., Thomas Ai. Humphreys, Jeremy C. Jennings-MARES e Anna T. Pinedo (2012), Hybrid securities: an overview, in Capital Markets multi-jurisdiccional guide 2012/2013, Corporate Counsel, p. 3.*
- *Guiné, Orlando Vogler (2011), “O financiamento de sociedades por meio de valores mobiliários híbridos (entre as acções e as obrigações)”, in Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, p. 75 a 93.*
- *Gullifer, Louise e Jennifer Payne (2011), Corporate Finance Law – Principles and Policy, Oregon, Oxford and Portland.*
- *Johannesen, Niels (2014), “Tax avoidance with cross-border hybrid instruments”, in Journal of Public Economics, p. 40 a 52.*

- Marques, Elda (2015), “As recentes Alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 fevereiro”, in *Direito das Sociedades em Revista*, março 2015, Ano 7, vol. 13, Semestral, Almedina.
- Martins, António (1997), “A influência da fiscalidade na estrutura de capital das empresas”, in *Notas económicas*, n.º 9.
- Martins, António (1999), *A fiscalidade e o financiamento das empresas*, Vida Económica.
- Martins, Helena (2014), “O imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas”, in *Lições de Fiscalidade*, Volume I, Almedina.
- Menezes, Álvaro Silveira de (2016), “Hybrid mismatch arrangements e a influência da tributação na decisão de financiamento: os velhos problemas e as novas soluções”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Coimbra, Almedina, pp. 427 a 450.
- Meriacre, Alina (2012), *Obrigações com juro suplementar dependente dos lucros – Financiamento de Sociedades e Planeamento Fiscal*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa.
- Mota, António Gomes, Clementina Barroso, João Pedro Nunes e Miguel Almeida Ferreira (2010), 3ª edição, *Finanças da Empresa – Teoria e Prática*, Lisboa, Edições Sílabo.
- Mota, António Gomes e Cláudia Custódio (2012), 7ª edição, *Finanças da Empresa*, Lisboa, Booknomics.
- Nabais, José Casalta (2009), *O Dever Fundamental de Pagar Impostos*, Coimbra, Almedina.
- OECD (2012), *Hybrid Mismatch Arrangements: Tax Policy and Compliance Issues*.

- Oliveira, Ana Perestrelo (2015), 2ª edição, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina.
- Pina, Carmina Campos (2013), *O mercado de non-performing loans em Portugal - O novo quadro regulatório dos bancos como ponto de viragem do mercado*, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa.
- Pinto, Alexandre da Mota (2002), *Do contrato de suprimento. O financiamento da sociedade entre capital próprio e capital alheio*, Coimbra, Almedina.
- Pinto, Alexandre Mota (2011), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. III.*, comentário ao artigo 243.º, Almedina.
- Pinto, Alexandre da Mota (2012), “Os cocos e a recapitalização do sistema bancário português”, in *Foro de Actualidad, Uría Menéndez*.
- Schmidt, Martin (2013), *Equity and Liabilities – A Discussion of IAS 32 and a Critique of the Classification*, European Accounting Association.
- Silva, Amândio Fernandes (2008), “O direito dos contribuintes ao planeamento fiscal”, in *Fiscalidade*.
- Silva, Vítor Manuel Loureiro (2014), *Assimetrias e Disparidades – A utilização de entidades híbridas e instrumentos financeiros híbridos no planeamento fiscal internacional*, Dissertação de Mestrado em Direito Fiscal, Porto, Universidade Católica do Porto.
- Ventura, Raúl (1989), *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais – Sociedades por Quotas*, Vol. II, Coimbra, Almedina.
- Wells Fargo (2017), *A guide to investing in hybrid securities*, Wells Fargo advisors.

Jurisprudência

- Processo n.º 196/04, de 12 de setembro de 2006 (TJUE - Cadbury-Schweppes).
- Processo n.º 231/05, de 18 de julho de 2007 (TJUE - OY AA).
- Processo n.º 98A1083, de 9 de fevereiro de 1999 (STJ).
- Processo n.º 085884, de 14 de dezembro de 1994 (STJ).

Webgrafia:

- Aviso disponibilizado pela CMVM, relativo ao exercício de direitos de subscrição no aumento de capital da INAPA – Investimentos, Participações e Gestão, S.A., disponibilizado em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd21422.pdf>.
- Aviso constante do site da CMVM, relativo à emissão de obrigações com warrant pela SAG GEST – Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/OUdi4578.pdf>).
- Comunicado aos detentores das obrigações da Sonae SGPS, S.A.: https://www.sonae.pt/fotos/comunicados/priceadjustmentpt110517_949426685915845f98869.pdf.
- Estatutos da sociedade comercial Orey Antunes, S.A., disponíveis em: <http://www.orey.com/Estatutos%20SCOA.pdf>.
- Glossário CMVM, disponível em formato digital online em: <http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1rio%20determinadosrelativosainstrumentosfinanceiros.aspx>.
- Informação relativa à emissão de obrigações subordinadas pela Companhia de Seguros Açoriana, S.A. (cf. <file:///C:/Users/Bruna.Leitao/Downloads/Obriga%C3%A7%C3%B5es%20Perp%C3%A9tuas%20Subordinadas%20%20BA%20Cup%C3%A3o.pdf>).

- Relatório e Contas do exercício de 2015 da TAP SGPS S.A., disponível em: http://www.tapportugal.com/prjdir/flytap/mediaRep/editors/Contentimages/PDFs/Institucional/Relatorios/2015/Resumo%20RC2015%20TAP%20%20SGPS%20consolid%20I_PT.pdf).