

WORKING PAPERS

BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS

Paulo Ataíde Archer

O IMPOSTO EUROPEU SOBRE TRANSACÇÕES FINANCEIRAS E O SISTEMA FINANCEIRO: CONTRIBUTO PARA A COMPREENSÃO DA SUA RELAÇÃO

11

SÉRIE BCE



INSTITUTO JURÍDICO
FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

(página deixada em branco propositadamente)



I
•
J

(página deixada em branco propositadamente)

WORKING PAPERS
BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS

Paulo Ataíde Archer

O Imposto Europeu
sobre Transacções Financeiras
e o Sistema Financeiro:
Contributo para a Compreensão da sua Relação

INSTITUTO JURÍDICO

EDIÇÃO

Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
Instituto Jurídico

DIREÇÃO

Luís Pedro Cunha
lpc@fd.uc.pt

REVISÃO EDITORIAL

Isaías Hipólito
ihipolito@fd.uc.pt

CONCEÇÃO GRÁFICA | INFOGRAFIA

Ana Paula Silva
apsilva@fd.uc.pt

CONTACTOS

Pátio da Universidade | 3004-528 Coimbra
bce@fd.uc.pt

ISBN

978-989-8787-25-5

© SETEMBRO 2015

INSTITUTO JURÍDICO | FACULDADE DE DIREITO | UNIVERSIDADE DE COIMBRA

O IMPOSTO EUROPEU SOBRE TRANSACÇÕES FINANCEIRAS E O SISTEMA FINANCEIRO: CONTRIBUTO PARA A COMPREENSÃO DA SUA RELAÇÃO

Paulo Ataíde Archer

RESUMO: O presente trabalho, que corresponde essencialmente à nossa dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Políticas/Menção em Direito Fiscal, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra em Outubro de 2014 e defendida em Dezembro desse ano, visa contribuir para o estudo da complexa e delicada relação existente entre o Sistema Financeiro e o Imposto sobre transacções financeiras, com a finalidade de aferir a pertinência e validade jurídica e económica deste. Para o efeito começamos por abordar sumariamente o tema do sistema financeiro como um todo, apresentando algumas suas noções básicas e funções, nomeadamente dos mercados, instituições e instrumentos financeiros, realçando o seu papel dúplice: a sua importância para o financiamento da economia real e a sua crescente contribuição para a formação e agravamento das crises económico-financeiras. Depois, referimos alguns tributos com ele conexos, como o IVA, o IAF e a FSC, olhando à sua incidência objectiva e subjectiva, para tentar explicar depois, numa análise de índole dialéctica e analógica, as suas insuficiências face ao ITF. Aludimos aos impostos sobre transacções financeiras em geral, começando por citar alguns autores de grande prestígio e de grande relevância para o tema, que estarão na origem dos recentes ITF, seguidos de um elenco seleccionado de relatórios precedentes das propostas de directiva sobre o ITF, para depois chegarmos então às referidas propostas de

directiva, que expomos de forma crítica. Procedemos ainda a uma exposição daquelas que foram para nós as principais posições a favor e contra os ITF, contrapondo-as com o fito de assim obtermos uma visão mais abrangente e aprofundada sobre as suas vantagens e desvantagens. Por fim, tomamos posição final sobre o tema, defendendo a tributação do sistema financeiro, maxime através da implementação do ITF europeu (preferencialmente global), previamente caracterizado como um verdadeiro imposto indirecto especial, com amplas base tributável e incidência subjectiva, muito diminutas taxas, poucas ou nulas isenções/exclusões (apenas as necessárias ao bom funcionamento da economia), que visa essencialmente proceder à tributação do sector financeiro para obter receitas e eventualmente estabilizá-lo, ao mesmo tempo que diminuiria a Injustiça Fiscal – perpetrada também pela isenção dos serviços financeiros em sede de IVA – sobretudo em matéria de Igualdade Fiscal.

DESCRITORES: ITF; isenção em sede de IVA; obtenção de receitas; estabilização económico-financeira; Justiça Fiscal.

THE EUROPEAN FINANCIAL TRANSACTIONS TAX AND THE FINANCIAL SYSTEM: A CONTRIBUTION TOWARDS UNDERSTANDING THEIR RELATIONSHIP

ABSTRACT: The present work, which essentially corresponds to our master's thesis in Legal and Political Sciences / Mention in Tax Law, submitted to the Law School of the University of Coimbra in October 2014 and held in December of that year, aims to contribute to the study of the complex and delicate relationship between the financial system and the tax on financial transactions, in order to assess its legal and economic relevance and validity. For this purpose, we begin by briefly addressing the issue of the financial system as a whole, presenting its basic definitions and functions, in particular those of the markets, financial institutions and instruments, highlighting its dual role: its importance to the funding of the real economy and its growing contribution to the formation or worsening of the economic and financial crises. Then we

refer certain taxes and fees associated with it, such as VAT, the FAT the FSC, looking at its objective and subjective incidence, to try to explain later, in a dialectical and analogical analysis, their inadequacies vis-à-vis the FTT. We allude to taxes on financial transactions in general, starting to name some authors of great prestige and great relevance to the topic, which would be the source of the recent FTT, followed by a selected list of previous reports of the Directive proposals on the FTT, to after then we achieve these Directive proposals, which we expose in a critical way. We proceed further to an exhibition of those which were for us the leading positions for and against the FTT, contrasting them with the aim of thus obtain a broader and deeper insight into its advantages and disadvantages. Finally, we take a position on the issue, defending the financial system taxation, *maxime* through the implementation of the European FTT (preferably global), previously characterized as a real special indirect tax, with broad tax base and subjective incidence, very tiny rates, few or no exemptions / exclusions (only the necessary for the proper functioning of the economy), which aims essentially taxing the financial sector in order to raise revenue and eventually stabilize it, while it would decrease the tax injustice - also perpetrated by the VAT's exemption of financial services - especially in what concerns to the Tax Equality.

KEYWORDS: *FTT; VAT exemption; raising funds; economic and financial stabilization; Tax Justice.*

Índice

Introdução.....	13
Capítulo I O Sistema financeiro	15
1. Definição e funções do sistema financeiro	15
2. Principais tipos e funções dos mercados financeiros.....	19
3. Principais tipos e funções das instituições financeiras	24
4. Tipos de instrumentos financeiros e suas funções	29
4.1. Os forwards	31
4.2. Os futuros	32
4.3. As opções	32
4.4. Os Swaps	33
5. Uma palavra sobre a regulação financeira em torno da recente crise	34
Capítulo II A tributação do sector financeiro	40
6. Alguns modelos de tributação do sector financeiro.....	40
6.1 – O imposto europeu sobre o valor acrescentado e os serviços financeiros.....	43
6.2 – O imposto sobre as actividades financeiras (LAF)	51
6.3 – A contribuição de estabilização financeira (FSC)	58
Capítulo III O Imposto Europeu sobre as Transacções Financeiras (ITF).....	67
7. Algumas propostas académicas anteriores favoráveis à sua implementação.....	67
7.1- A sugestão de John Maynard Keynes	67
7.2- A(s) proposta(s) de James Tobin.....	68
7.3- A proposta de Joseph Stiglitz	70
7.4- A Proposta de Lawrence e Victoria Summers	71
8. Alguns relatórios institucionais precedentes.....	73
8.1. Os relatórios da CE e do FMI	75
8.2. O relatório da Fundación Ideas	77
8.3. O relatório do Leading Group.....	78
9. A primeira proposta de Directiva de um ITF europeu.....	81
9.1- Contexto e objectivos	81
9.2. O conteúdo da Proposta	83
10. A segunda proposta de Directiva de um ITF europeu	91
10.1- Contexto e objectivos	91
10.2 – O conteúdo da segunda Proposta.....	93

11. A natureza jurídica do Imposto sobre as Transacções Financeiras.....	103
12. Os argumentos esgrimidos em torno do ITF e os dados empíricos	115
12.1. Os argumentos invocados pelos defensores dos ITF	116
12.2. Os argumentos esgrimidos pelos adversários dos ITF....	132
Conclusão	146
Anexo I – Métodos de tributação dos serviços financeiros em sede de IVA	154
1. O método <i>cash flow</i> simples	154
2. O método <i>tax calculation accounts (TCA)</i>	155
3. O método <i>modified reverse charge (MRC)</i>	155
4. O método <i>subtractivo</i>	156
5. O método da “taxa 0”	156
Anexo II – Alguns exemplos de impostos sobre transacções financeiras, actuais e passados, dentro e fora da UE.....	157
1. Os <i>Stamp Duty’s</i> britânicos	158
2. O STT belga.....	159
3. O <i>Stamp Tax</i> suíço.....	159
4. O STT de Taiwan.....	160
5. O Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF)	160
6. O Imposto de Selo (IS) português.....	162
7. O ITF italiano.....	164
8. O STT estadunidense	167
9. O STT japonês.....	168
10. O STT sueco	168
Abreviaturas.....	170
Bibliografia Consultada	172

Introdução

O trabalho que ora se apresenta corresponde no essencial à nossa dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Políticas/Menção em Direito Fiscal, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra em Outubro de 2014 e defendida em provas públicas em Dezembro seguinte, com ligeiras alterações e correcções, tendo ainda procedido à introdução de alguns dados actualizados que considerámos relevantes. Gostaríamos ainda de aproveitar a oportunidade para agradecer, publicamente, ao Senhor Professor Doutor José Manuel Quelhas, nosso orientador, também, a publicação deste trabalho.

Ainda antes de percorrermos este trabalho, gostaríamos de salientar que não é nosso propósito desenvolver exaustivamente as matérias aqui tratadas (nem mesmo sobre o ITF), mas apenas demonstrar o conhecimento adquirido para a elaboração de uma tese de mestrado e trilhar este caminho bravo que é ainda o da tributação europeia das transacções financeiras (sobretudo entre nós e a nível jurídico), para que outros possam aprofundá-lo mais e melhor.

Dito isto, começaremos então no capítulo I por apresentar as noções básicas do sistema financeiro e suas funções, nomeadamente dos mercados, instituições e instrumentos financeiros, que são como que a infra-estrutura deste trabalho, salientando a sua importância (instrumental) para o financiamento da economia real, mas também a sua crescente contribuição para a gestação e agravamento das crises económico-financeiras, dando ainda conta de alguns actuais desenvolvimentos de regulação e supervisão (a nível nacional e comunitário).

No capítulo II, faremos alusão aos tipos tributários incidentes sobre o sistema financeiro (o IVA, o IAF e as Contribuições financeiras), descrevendo-os e indicando as suas principais vantagens e inconvenientes, bem como alguns dos países em que vigoram –

sendo que, no caso do IVA, indicamos algumas das causas e consequências da isenção da maioria dos serviços financeiros.

Quanto ao capítulo III, foi dedicado exclusivamente ao ITF (*lato sensu*), indicando a sua pretensa origem académica, passando por algumas propostas de organizações internacionais, até chegarmos à UE, onde expomos criticamente as duas propostas de ITF da UE (primeiro de todos os EM, depois reduzidos a 11), precedidas de alguns actos não legislativos da CE, do PE e do Conselho Europeu, que se lhes referem. Ainda neste capítulo, discutimos a natureza jurídica dos tributos e fazemos uma síntese daqueles que têm vindo a ser os principais argumentos contrários e favoráveis à implementação de um ITF (em sentido amplo e estrito), quer de um ponto de vista teórico, quer de um ponto de vista empírico (i.e., com base em algumas experiências nacionais ou estaduais, muitas vezes localizados em determinados períodos e circunstâncias) – no ponto 12 referimos vários trabalhos, sem querermos ser exaustivos, para demonstrar a controvérsia e a diversidade de posições, sobretudo quando referidos aos mesmos mercados e por vezes nos mesmos períodos.

Por fim, no IV capítulo fazemos uma breve síntese do trabalho e apontamos as nossas conclusões, de acordo com as nossas limitações endógenas e exógenas (*maxime* bibliográficas), embora procuremos ter em conta os vários ângulos e perspectivas do prisma em questão, da maneira mais objectiva possível, visando assim dar o nosso (modesto, mas honesto) contributo à ciência jurídica.

Capítulo I

O Sistema financeiro

1. Definição e funções do sistema financeiro¹

O sistema financeiro pode ser definido como um complexo conjunto de mercados, instituições, participantes, instrumentos e infraestruturas financeiros, abrangendo os três sectores tradicionalmente distintos de actividade bancária, seguradora e de investimento mobiliário, que essencialmente intermedeia a oferta e a procura de dinheiro, visando um maior crescimento económico ao facilitar a realização de investimentos na economia e o aumento do consumo através duma maior circulação do dinheiro².

As principais funções deste sistema são assim: i) *a eficiente alocação de recursos*, ligando os agentes que os tem excesso (oferta) aos que deles carecem (procura) através dos vários serviços e instrumentos financeiros (v.g. empréstimos, depósitos, seguros, negociação de instrumentos originários e derivados), financiando (também) os investimentos das famílias, empresas e Governos na economia real, tanto a curto como a médio e longo prazo³; ii) *a redução das assimetrias informativas e dos custos de transacção*, pois o sistema financeiro selecciona as partes negociais, recolhe informação, capta grandes somas pecuniárias, e diminui o tempo e o dinheiro despendidos nas transacções⁴; iii) *a facilitação da negociação e da gestão e diversificação do ris-*

¹ Sobre este tema ver FABOZZI/Modigliani/Ferri (1994, 2-17); J. QUELHAS (1996, 7-52); A. NUNES (2004, 181 e s. e 240 e s.); MISHKIN (2004, 3 e s.); HAAN *et alii* (2009, 3-30); JALLOH (2009); MADURA (2011, 1-19); R. SARAIVA (2013, 91 e s.); J. SILVA (2013, 21 e s.).

² Porém, abrange ainda o conjunto de normas e princípios jurídicos, bem como certas entidades de regulação e supervisão, disciplinadores de tais actividades – assim J. CANOTILHO/V. MOREIRA (2007, art. 101.º da CRP).

³ Existe assim um duplo benefício, pois os que procuram financiamento para os seus projectos, obtêm-no (ainda que a um certo preço), e os que investem o seu dinheiro são remunerados com juros e/ou dividendos e/ou mais-valias.

⁴ As assimetrias informativas podem gerar sobretudo dois problemas:

co, ao gerar oportunidades de negociação de um vasto leque de instrumentos financeiros com diversos graus de risco e liquidez, sendo os riscos medidos e geridos por modelos tecnológicos avançados – note-se que a titularização de créditos e dívidas é um importante contributo para esta função⁵.

Segundo alguns Autores, pode distinguir-se os sistemas financeiros “baseados nos bancos” (em que o financiamento ocorre através de intermediários financeiros - *indirect finance*) dos baseados nos mercados financeiros (em que os agentes se financiam directamente

ex ante (fase pré-contratual) a selecção adversa, i.e., as entidades que mais solicitam os serviços financeiros são os que deles mais necessitam, gerando maiores riscos para os mercados/instituições financeiros; *ex post* (fases contratual e pós-contratual) o risco moral, que se traduz na alteração comportamental dos clientes financeiros face ao contratado, geralmente envolvendo a assunção de maiores riscos – tendendo ambas as situações a diminuir a oferta de serviços financeiros por parte daquelas instituições. Todavia, como sublinha R. SARAIVA (2013, 96), a assimetria informativa afecta também os clientes financeiros, que não conhecem com rigor a qualidade daquelas instituições. Sobre as assimetrias informativas, *vide* os artigos sobejamente conhecidos de AKERLOF (1970) e de GREENWALD/STIGLITZ/WEISS (1984). O primeiro alerta para a incerteza da qualidade dos produtos por parte dos compradores, que estão em desvantagem informativa face aos vendedores, recorrendo sobretudo ao exemplo dos mercados de automóveis usados (não necessariamente *lemons*), já que aqueles se guiam por estatísticas, levando os vendedores a diminuir a qualidade dos seus produtos sem diminuir (ao menos proporcionalmente) o preço. Estendendo este exemplo a outros mercados, como o segurador, entende que é o mercado que sai lesado, pois os “custos da desonestidade” não se medem apenas pelo valor em que os compradores são burlados, mas também pelo afastamento dos bons produtos pelos maus, concluindo pela necessidade de garantias informacionais da qualidade. Já os segundos, focando-se nos mercados de capitais, entendem que as assimetrias informativas desempenham também um papel importante nos ciclos económicos, alegando que muitas empresas que enfrentam dificuldades de financiamento vêem o seu investimento restringido pela indisponibilidade do crédito e não pelo seu preço (não emitindo acções devido aos elevados custos), bem como que as empresas sem dificuldades de financiamento podem enfrentar um aumento do custo efectivo do capital (não simplesmente relacionado com as taxas de juro reais a longo prazo nem com o preço das acções, mas com diversas variáveis), o que as induz a reduzir o investimento – sendo que as maiores empresas têm vantagens na emissão de acções face às mais pequenas, em condições adversas.

⁵ Embora referindo-se em especial aos mercados financeiros, FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 8-6) entendem que estes permitem ainda a descoberta dos preços e uma maior liquidez .

nos mercados - *direct finance*), concluindo que ambos afectam diferentemente diversos tipos de actividades, embora os mercados e as instituições financeiros sejam mais complementares do que alternativos⁶.

O sistema financeiro tem vindo a globalizar-se desde as duas últimas décadas do séc. XX, inserindo-se no (e contribuindo para o) mais amplo processo de globalização económica, possibilitado graças ao desenvolvimento dos sistemas informático e tecnológico, e a uma maior liberalização e desregulação económicas, a nível nacional e internacional (*maxime* após a «revolução financeira»), tendo como consequência o surgimento de grupos económico-financeiros multi- e transnacionais, e sobretudo a supremacia da economia sobre os Estados democráticos, obrigando-os a adaptarem-se-lhe⁸.

Como consequência desta revolução, aliada à globalização económica, tem vindo a verificar-se uma multiplicação de instrumentos e instituições financeiros, que vigoram num ambiente muito competitivo, marcado por uma certa homogeneização funcional. O sistema financeiro das últimas três décadas tem sido caracterizado por ser pouco ou mal regulamentado e controlado (embora tenham surgido vários actos legislativos nacionais e comunitários a instituir/reforçar a regulação e supervisão dos mercados financeiros, sobretudo após a recente crise), por integrar uma variedade de agentes e instituições financeiros (que não raro concorrem na pres-

⁶ Ver HAAN *et alii* (2009, 5 e s. e 14-30) e MISHKIN (2004, 24 e s.). Porém, M. MILLER (1998, 8-13), partindo do caso japonês, critica os sistemas financeiros dependentes dos bancos, entendendo que estes têm uma estratégia propensa a crises e que geram risco moral, defendendo antes a sua substituição por um sistema multi-institucional como forma de aumentar a estabilidade e a eficiência económicas. Julgamos, contudo, que esta distinção não é assim tão líquida devido ao papel crescente das CC e CPC nos mercados organizados.

⁷ Consistiu na proliferação e divulgação dos operadores, instrumentos e serviços financeiros nas décadas de 70 e 80 do séc. XX, possibilitadas pelo predomínio do liberalismo político-económico, pela alteração da mentalidade económica, pela inovação tecnológica e pela progressiva globalização dos mercados – *vide* J. QUELHAS (1996, 7-52).

⁸ A nível da UE, veja-se o peso que tem o mercado comunitário como autêntica força centrípeta, com as consequentes garantias das liberdades de circulação de pessoas, bens, serviços e capitais, bem como as várias proibições de obstáculos ao mercado comum. A nível estadual, note-se o contínuo esforço orçamental e fiscal que tem sido feito para manter e atrair projectos e investimentos nacionais e estrangeiros.

tação dos mesmos ou semelhantes serviços)⁹, e por uma tendencial aglutinação num mercado global¹⁰. Contudo, importa sublinhar que, paralelamente à liberalização e desregulação do sistema financeiro surgidas após a cessação do acordo de Bretton Woods, tem vindo a crescer uma tendência especulativa, que segundo alguns Autores tem assimilado a economia aos casinos e tem estado relacionada com as crises económico-financeiras desde os anos 20 do séc. XX¹¹.

⁹ Pois se, por um lado, os bancos adoptaram uma estrutura e lógica empresariais e prestam um leque de serviços não apenas tradicionais, por outro, surgem outras instituições financeiras que prestam vários serviços financeiros. Por outras palavras, ao mesmo tempo que se assistiu a uma proliferação e entrecruzamento de instituições financeiras, verificou-se também uma miscigenação de actividades financeiras, tendo estas instituições sido comparadas a super ou hipermercados financeiros onde se vende uma vasta gama de “produtos” financeiros.

¹⁰ Vejam-se a título de exemplo os mercados internacionais cambial e de valores mobiliários. Por outro lado, realce-se o mercado financeiro europeu, como parte integrante do mercado único, baseado nas três liberdades comunitárias fundamentais de estabelecimento, circulação de capitais e prestação de serviços, que vem sendo erigido *ab origine*, contando com quatro fases. A primeira (1957-84) foi marcada por uma tendência desreguladora após Bretton Woods e por uma coordenação e harmonização legislativa do sector bancário nos anos 60 e 70, e depois nos outros dois sectores nas décadas de 70 e 80. A segunda (1985-97) é marcada pelo Livro Branco da Comissão (1985), o Acto Único Europeu (1987) e várias directivas sobre o sistema financeiro, relativas por exemplo à coordenação bancária, serviços e fundos de investimento. A terceira fase (1998-2007) foi marcada pelo Plano de Acção para os Serviços Financeiros (1999, que visa genericamente reformar a regulação dos serviços financeiros transfronteiriços), a DMIF e o Relatório Lamfalussy (2001, que essencialmente fixa um novo sistema regulatório baseado em 4 níveis). Por fim, a quarta etapa surge em 2008 após a eclosão da recente crise, marcada por uma séria reflexão sobre a disciplina jurídica dos mercados financeiros, da qual resultou o Relatório Larosière (2009) e subsequentemente o «pacote legislativo de 2010» e alterações posteriores – sobre estas fases ver R. SARAIVA (2013, 54 e s.).

¹¹ Sobre as diversas teorias em torno das crises financeiras anteriores à de 2007, ver J. QUELHAS (2012c, 17-145).

2. Principais tipos e funções dos mercados financeiros¹²

Os mercados financeiros mais próximos dos que hoje encontramos surgiram nos séc. XVI e XVII europeus para financiar as expedições ultramarinas, as novas relações comerciais, as expansões imperiais de algumas nações e algumas guerras, tendo sido criados para o efeito instrumentos como as letras de câmbio e anuidades, atingindo depois o auge com as acções das companhias das índias holandesa e britânica, que circulavam através de redes de informação (NEAL, 1990, 2-20).

Porém, outros Autores sugerem mesmo que os mercados de Amesterdão e Londres foram impulsionados pelos seus governos através da concessão direitos de monopólio a sociedades por acções como as companhias das índias ou o Banco de Inglaterra, respectivamente no início e fim do séc. XVII, a troco de empréstimos de longo prazo ou rendas (ANDRIANOVA *et alii*, 2011, 687-93).

Os actuais mercados financeiros são lugares, físicos ou não, de encontro entre a procura e a oferta de financiamento, que têm por função primordial a canalização dos fundos em excesso para os agentes que deles necessitam (e.g. empresas e Governos) através da negociação de instrumentos financeiros e monetários, ao mesmo tempo que contribuem para a descoberta do preço (ao facilitar a circulação da informação) e facilitam a negociação (através de sistemas de negociação, compensação e liquidação), participando nestes mercados investidores (indivíduos e instituições), correctores (*brokers* que negociam por conta alheia a troco de comissões), *dealers* (negociam por conta própria, ganhando na diferença entre os preços de compra e de venda dos activos financeiros) e “agências de *rating*” (que avaliam e classificam os riscos dos activos e instituições).

Quanto aos tipos de mercados, podem ser feitas as seguintes distinções: i) *mercados primários* (onde se emitem novos instrumentos

¹² Ver FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 288-302, 308-15, 356-74, 382-98); MISHKIN (2004, 23 e s. e 141 e s.); JALLOH (2009); HAAN *et alii* (2009, 65 e s.); MADURA (2011, 1-19); A. ALMEIDA (2011, 717 e s. e 749 e s.); R. SARAIVA (2013, 231 e s.); CMVM (s/d, 37-44).

financeiros das empresas e Governos, como as acções e títulos de dívida, muitas vezes recorrendo a entidades especiais para os colocarem no mercado, v.g. SPV, e se negociam pela primeira vez – em regra pela subscrição – visando financiar os emitentes) e *mercados secundários* (onde se negociam valores mobiliários e instrumentos monetários após a sua emissão e negociação no mercado primário, bem como instrumentos derivados, gerando ganhos/perdas para os agentes que os negociam – v.g. as bolsas de valores); ii) os *mercados monetários* (onde se negociam instrumentos de dívida de curto prazo, em regra até um ano, e de baixo risco e retorno - como os instrumentos interbancários, bilhetes do tesouro e o papel comercial - visando satisfazer as necessidades financeiras de curto prazo, sobretudo dos bancos, grandes instituições financeiras e Governos – este mercado na UE é influenciado pelo BCE e pelas taxas de juro tipo EURIBOR, EONIA e EUREPO) e os *mercados de capital*¹³ (onde se negociam instrumentos financeiros de médio e longo prazo - em regra igual ou superior a um ano - para financiar projectos de médio e longo prazo das empresas e Governos – e.g. acções, obrigações do tesouro, derivados); iii) *mercados organizados* (mercados regulados e supervisionados onde se negociam indirectamente instrumentos financeiros originários e derivados, i.e., através das instituições e mecanismos deste mercado, como as câmaras de compensação, as contrapartes centrais, os depositários centrais de títulos e os sistemas de negociação e de liquidaç

ão¹⁴, sendo em regra mercados mais líquidos e menos arris-

¹³ FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 320 e s.), referindo-se aos EUA, indicam os mercados do Tesouro e de *agency securities*, de títulos municipais, de acções, de instrumentos de grandes empresas, de obrigações bancárias, de títulos garantidos por hipotecas, e de derivados. HAAN *et alii* (2009, 66-69 e 71-103) distinguem ainda, na UE, os mercados de *dealers* (guiados pelas fixações de preços feitas por estes) dos mercados de correctores (movidos pelas ordens de compra/venda de activos dadas pelos clientes financeiros), bem como os mercados de títulos de dívida, os mercados de participações sociais, os mercados monetários e os mercados de derivados, respectivamente. Contudo, é frequente a distinção entre mercados à vista (*spot* ou *cash market*, em que a liquidação das transacções é quase imediata) e a prazo (*derivative market*, em que a liquidação é diferida para a data de vencimento contratada).

¹⁴ Nos termos do CVM, a contraparte central e os sistemas de liquidação e compensação são disciplinados pelos art. 258.º a 288.º e pelo Regulamento (UE) n.º 648/2012 do PE e do Conselho, de 4 de julho de 2012.

cados – alguns exemplos destes mercados são o CME, NYSE Euronext, LSE) e *mercados OTC* (onde as partes negociais negociam directamente instrumentos financeiros, *maxime* derivados, muitas vezes através de uma rede de *dealers*, embora ocorra sempre fora dos mercados organizados, muitas vezes por não reunirem os requisitos de negociação nestes mercados, sendo marcados por tendências ausência e/ou descentralização dos sistemas de compensação e liquidação, e desregulação e opacidade, traduzindo-se em mercados menos líquidos e mais arriscados – v.g. OTCBB)¹⁵ – note-se que estas categorias são por vezes cumulativas: a bolsa de valores é um mercado organizado secundário¹⁶.

Por fim, impõem-se aqui duas palavras. Uma sobre os mercados cambiais, i.e., mercados secundários OTC onde se compram e vendem diferentes moedas (uma troca de quantias pecuniárias equivalentes expressas em diferentes moedas, permitindo transferências de fundos de um país para outro) e se estabelecem as taxas cambiais (ou relações entre os valores das moedas, pois para que estas transferências ocorram há que converter a moeda do país *a quo* na moeda do país *ad quem*). Estes mercados, internacionais por natureza, são cruciais para as relações comerciais entre os Estados, pois afectam as suas balanças comerciais e economias. Contudo, neles não se realizam apenas transferências de fundos em diferentes moedas, mas também se negociam alguns derivados cambiais (v.g. *fxa*, *currency swaps*, *currency options*), sendo um dos maiores e mais líquidos

¹⁵ Porém, e em rigor, pode distinguir-se dentro da categoria dos mercados organizados, entre mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral e internalização sistemática (assim entre nós – art. 198.º e s. CVM), consoante o grau de regulação, apesar de existir uma tendencial aproximação entre eles. Em especial, os dois primeiros tipos de mercado distinguem-se do terceiro por terem um conjunto de disposições comuns, que os sujeitam, v.g., a registo na CMVM, a serem geridos por uma entidade gestora (que tem funções de regulamentação, fiscalização e sancionatórias – embora subordinada à CMVM), e a requisitos vários quanto aos instrumentos, operações, ofertas e entidades, sobretudo a admissibilidade a negociação de certos instrumentos e entidades e os vários deveres de informação (ver art. 202.º e s.). A estas regras estão sujeitos os investidores institucionais de alguns dos maiores mercados organizados – sobre a estrutura e funcionamento destes a nível mundial (v.g. NYSE; TSE; LSE), sumariamente, ver KRISHNAMURTI (2009, 13-29).

¹⁶ Importa apenas referir que os mercados financeiros usam os mais variados sistemas de negociação, compensação e liquidação, ou simplesmente de troca de informação, como o CLS Bank, o CREST, o RTGS, o SEPA, ou o SWIFT.

mercados financeiros.

Outra, para referir que nos mercados financeiros em geral, e nas bolsas de valores em especial, interagem vários tipos de agentes (v.g. *noise traders*) e técnicas de negociação (e.g. HFT), guiando-se por critérios não estritamente racionais. Assim, segundo alguns Autores, nestes mercados existem não só agentes economicamente racionais (que baseiam os seus investimentos nos valores fundamentais, v.g. *arbitrageurs*) mas também *noise traders* (conjunto heterogéneo de agentes que investe com motivos alheios àqueles valores, como crenças, sentimentos, *herd behaviour*). Depois, alguns agentes investem com base em sistemas de negociação de elevada velocidade e frequência, transaccionando milhares de instrumentos financeiros em fracções de segundo, com o fim de obter mais-valias ao explorar diferenças ínfimas de preços (que só assim se realizam) – embora nem todas as estratégias baseadas em análises técnicas sejam HFT, não vão todas no mesmo sentido (v.g. podem ser *trend followers* ou contrárias) e nem todas as HFT tenham o mesmo impacto sobre o mercado (e.g. diferentes velocidade e volume de transacções).

Porém, permanece controverso saber quais os efeitos dos *noise traders* e das HFT sobre os mercados financeiros e sobre a economia real, dividindo-se a doutrina económica entre os defensores e opositores da teoria dos mercados eficientes (corolário da teoria das expectativas racionais), segundo a qual os agentes têm expectativas racionais (fazendo o melhor uso possível das informações disponíveis), os preços dos activos reflectem toda a informação disponível ou mesmo os valores fundamentais, não sobrando oportunidades

de lucro^{17 18} – não obstante ser evidente que a informação e a con-

¹⁷ Sobre estas teorias e sobre algumas provas (des)favoráveis, ver MISHKIN (2004, 147-64), entendendo que estas teorias são válidas mas incompletas, embora compatíveis com os *crashes* e com a dissidência entre os preços e os valores fundamentais, sendo um bom ponto de partida. Defendendo a eficiência dos mercados, FAMA (1991, 1577 e s.) faz um estudo actualizado de revisão da literatura sobre a eficiência financeira com base em três critérios (previsibilidade dos retornos; estudos de eventos e testes sobre a informação privada), concluindo que os retornos são previsíveis, os preços se ajustam depressa às informações relevantes e que a informação privada é rara; afirmando depois (1998, 285 e s.) que a sub e a sobre-reacção são frequentes nos mercados financeiros e que a maioria das anomalias detectadas nos retornos de longo prazo são criadas por maus modelos usados na sua medição, sendo assim ilusórias – já FRIEDMAN (1971) entende mesmo que a especulação no mercado de futuros não só melhora a sua eficiência, como tem efeitos estabilizadores, promovendo o crescimento económico. Porém, contrastando as teorias dos mercados eficientes e de *behavioral finance*, SHILLER (2003) conclui que existem anomalias não explicáveis por aquela teoria (v.g. volatilidade excessiva; *noise*; bolhas), devendo os modelos econométricos incluir as provas derivadas da *behavioral finance*, sendo os mercados complexos (2002, 89 e s.).

¹⁸ No sentido de que os *noise traders* afectam os mercados financeiros e económicos, vide KEYNES (1996, 159 e s.); SUMMERS E SUMMERS (1989); STIGLITZ (1989); SHLEIFER/L. SUMMERS (1990, 20 e s.) – entendendo ainda que a negociação técnica seguidora de tendências é uma estratégia *noise* e que os agentes racionais não eliminam os *noise traders* totalmente, podendo afectar os mercados a longo prazo – e SHILLER (2003, 84 e s. – 90). Tendencialmente neste sentido vão ainda BLOOMFIELD/O'HARA/SAAR (2009, 6 e s.), que, fazendo uma análise experimental de laboratório, incluindo vários tipos de agentes e de estratégias de negociação, concluem que os agentes desinformados geram *noise* e afectam a eficiência dos mercados ao agir como agentes contrários irracionais, aumentando o volume de negócios e afastando os preços dos valores fundamentais, apesar de aumentarem a liquidez e de reduzirem os *spreads*. Quanto às HFT, no sentido de que são prejudiciais, ver SCHULMEISTER *et alii* (2008, 43-5) e CORKERY/ZORNADA (2012), e sobretudo SCHULMEISTER (2009b, 191 e s.), SORNETTE/VON DER BECKE (2011, 5 e s.) e SCHOLTUS/VAN DIJK/FRIJNS (2014, 92 e s.). SCHULMEISTER (2009b), analisando 2580 modelos (compreendendo sistemas de negociação seguidores de tendências e contrários) sobre o índice S&P 500 *spot market* (1960/2007) e o índice de futuros de acções (1983/2007), com base em dados de 30 minutos e diários, conclui que a negociação técnica é não só rentável, como que a “negociação técnica de futuros de acções é exclusivamente devida à exploração de tendências persistentes de preços em torno das quais os preços flutuam”. Já SCHOLTUS/VAN DIJK/FRIJNS (2014), com base em dados do SPDR S&P 500 *exchange traded fund* (negociado no NASDAQ entre Janeiro de 2009 e Dezembro de 2011) e em 20 notícias macroeconómicas estadunidenses, comparando as estratégias executadas instantaneamente e com atrasos, concluem que a velocidade desempenha um papel muito relevante

fiança desempenham um papel decisivo nestes mercados¹⁹.

3. Principais tipos e funções das instituições financeiras²⁰

Atentas as imperfeições dos mercados financeiros, as instituições financeiras recolhem informação, combinam a oferta e a procura de fundos, intermedeiam as maturidades dos activos, diminuem os custos de transacção e distribuem vários riscos, funções estas em grande medida facilitadas pela internet e outros mecanismos tecnológicos (v.g. de negociação e pagamento), podendo realizá-las e beneficiar de economias de escala devido à sua dimensão e conhecimento – ao mesmo tempo que correm diversos riscos por conta própria ou dos clientes (e.g. de mercado; crédito; liquidez).

Pode fazer-se uma distinção genérica entre instituições depositárias e não depositárias (v.g. FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI,

para os retornos das HFT, já que as negociações cuja execução foi instantânea foram mais rentáveis do que as que sofreram atrasos (perdas anuais entre 0,8% e 3,9% para atrasos entre 300 milésimos de segundo e 1 segundo, entre agentes com taxas de sucesso de previsão de tendências entre 70% e 100%), bem como que a negociação algorítmica afecta a qualidade do mercado nos períodos em torno das notícias macroeconómicas, pois aumentam a selecção adversa, os *spreads* e a volatilidade, baixando a profundidade/liquidez do mercado – embora o impacto varie consoante a estratégia de negociação e a análise do livro de ordens. Por fim, SORNETTE/VON DER BECKE (2011), baseando-se em alguns *crashes* como o de maio de 2010 (*flash crash*), entendem que as HFT aumentam o volume de negociação (e não necessariamente a liquidez), tendo efeitos nefastos sobre os mercados, já que criam liquidez quando não é necessária (excessiva) e absorvem-na quando é mais precisa (*market breakers*), pelo que podem intensificar os problemas gerados intrinsecamente pelos mercados, gerar riscos operacionais (informáticos) e ser usadas para manipular os mercados, sendo as HFT um “filme acelerado das séries temporais financeiras antes da sua existência” e consequentemente uma fonte de risco sistémico.

¹⁹ Quanto às diferenças entre o risco e incerteza e às diversas teorias existentes, centrando o debate em torno das visões de Keynes e Knight, ver J. QUELHAS (2012c, 147-354).

²⁰ FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 19-35, 55-80; 126-75); MISHKIN (2004, 23 e s., 169 e s., 201 e s. e 287 e s.); JALLOH (2009); HAAN *et alii* (2009, 167 e s. e 260 e s.); MADURA (2011, 1-19.); A. ALMEIDA (2011, 729 e s.); R. SARAIVA (2013, 179 e s.); J. SILVA (2013, 58 e s.); CMVM (s/d, 46 e s.).

1994, 20; MADURA, 2011, 1-19). As primeiras, ao aceitarem depósitos que transformam em empréstimos, avaliam e correm o risco de incumprimento dos seus devedores, além de o diversificarem e absorverem – entre estas contam-se as instituições de crédito (v.g. bancos). Já as segundas, geram e gerem fundos próprios que usam para financiar os que deles necessitam, directa ou indirectamente (e.g. investindo em activos) – entre elas estão as sociedades financeiras, os fundos de pensão e as seguradoras. Um ponto comum aos dois tipos de instituições é terem um certo poder de controlo sobre a gestão das empresas emissoras dos títulos que aquelas detêm.

Quanto aos principais tipos de instituições financeiras, destacamos os bancos, as seguradoras, as empresas de investimento os *hedge funds* e os fundos de pensão, que são investidores institucionais (v.g. art. 30.º CVM).

Os bancos são instituições de crédito que têm por actividade principal a obtenção de depósitos e a concessão de empréstimos, muitas vezes a partir dos depósitos recebidos, avaliando *ex ante* e *ex post* os riscos dos clientes, embora também contraíam empréstimos (ex: mercado interbancário) e negociem instrumentos financeiros, entre outras actividades²¹. Os seus lucros advêm do diferencial das taxas de juros, dos prémios de risco (diferença entre as taxas de retorno esperadas e as taxas sem risco) e das comissões cobradas pela prestação de outros serviços (v.g. linhas de crédito, subscrição e negociação de activos financeiros), embora tenham custos e perdas relacionados com a prestação da actividade, como o incumprimento dos devedores, a oscilação dos preços de mercado e os *inputs*. Os dois tipos bancários gerais são os bancos de retalho (que prestam os serviços básicos de depósitos, empréstimos e pagamentos) e de investimento (financiam projectos imobiliários, empresariais e financeiros) - ver EBF, 2012, 6 e s., e 28 e s.²².

As principais funções dos bancos são a gestão de liquidez (garantia de cumprimento das suas obrigações através da aquisição de activos líquidos), de activos (adquirindo e diversificando activos

²¹ Entre nós, o art. 4.º do RGICSF enumera algumas actividades bancárias permitidas, entre as quais figuram a guarda e gestão de portfólios, os serviços de pagamento, mediação de seguros e a prestação de informações comerciais.

²² Em Portugal, as definições e classificações gerais das Instituições de Crédito e das suas actividades, bem como os seus requisitos gerais, constam do RGICSF, sobretudo art. 2.º a 4.º, 8.º a 10.º, 14.º e 15.º.

com baixo risco de incumprimento), de obrigações (adquirindo fundos a baixo custo) e da adequação do capital (i.e., o nível adequado de capital). Os bancos da UE fornecem ainda liquidez ao mercado através de um activo mercado de financiamento interbancário e de uma forte coordenação entre o BCE, os bancos centrais e os demais bancos. Uma outra função dos bancos é monitorização dos seus clientes com custos relativamente baixos, através de sofisticados modelos de avaliação e gestão de risco, identificando os riscos individuais e cobrindo-os através de derivados e de garantias dos clientes (v.g. hipotecas), agregando-os depois em diferentes portfólios²³. Esta função é centralizada pelos bancos e grupos financeiros internacionais, cuja estrutura organizacional é empresarial, gerando-lhes várias vantagens e reforçando a sua cota de mercado.

Sublinhe-se que na UE o sistema bancário ainda é composto sobretudo por bancos domésticos (de âmbito nacional, v.g. Royal Bank of Scotland), existindo alguns bancos europeus (v.g. Deutsche Bank) e poucos bancos globais (e.g. Barclays), apesar do aumento das aquisições e fusões transfronteiriças, e das propostas de uma União bancária (sobre esta, *vide* J. QUELHAS, 2012b).

Já as seguradoras, são empresas que têm por actividade essencial a protecção dos indivíduos e empresas da verificação de eventos nocivos, avaliando e agrupando os riscos individuais com base em modelos técnicos avançados²⁴, a troco de um prémio de seguro, realizando o pagamento acordado em caso de ocorrência do evento cujo risco é segurado – embora também invistam os seus fundos em activos financeiros. Os dois grandes grupos em que se

²³ São três os principais riscos bancários: i) incumprimento dos devedores; ii) oscilação dos preços de mercado; iii) operacionais (perdas devidas a processos, sistemas ou pessoas inadequados, ou à ocorrência de eventos externos). Um dos principais modelos de avaliação de risco é o do retorno ajustado ao risco sobre o capital, que consiste na divisão do resultado da subtracção das receitas aos custos e às perdas esperadas pelo capital económico.

²⁴ Embora não seja tarefa fácil devido a assimetrias informativas geradoras de selecção adversa e risco moral em detrimento das seguradoras. Todavia, porque têm riscos semelhantes aos bancários, usam o mesmo modelo de avaliação de risco (ver nota anterior), apesar de terem como específicos o risco de subscrição, que consiste na possibilidade de os pagamentos devidos pelas seguradoras excederem os prémios de seguro e os retornos dos activos, e o modelo centralizado de gestão de risco dos grupos financeiros (*hub* e *spoke*), que consiste numa gestão e supervisão do risco a nível do grupo e empresarial.

dividem são o ramo vida (v.g. reforma, invalidez e morte) e não vida (e.g. acidentes, catástrofes), sendo este mais arriscado do que aquele. As seguradoras fixam os prémios e os pagamentos em função do grau de risco dos eventos, lucrando apenas quando aqueles são superiores a estes, tendo como principais custos a recolha e gestão de informação, as comissões pagas aos mediadores de seguros, as despesas administrativas e os pagamentos efectuados em caso de ocorrência do evento segurado.

Porque é difícil segurar sozinhas certos riscos (e.g. catástrofes), as seguradoras recorrem ao resseguro, i.e., partilham estes riscos com outras seguradoras a troco dum prémio – gerando-se muitas vezes cadeias de resseguros²⁵. Contudo, porque nem sempre é suficiente para cobrir estes riscos, os Governos são forçados a intervir como seguradores últimos, gerando um risco moral.

O mercado de seguros da UE, à semelhança do bancário, baseia-se fundamentalmente em seguradoras domésticas, seguidas das europeias e com poucas seguradoras globais – embora as pequenas e médias seguradoras tenham vindo a diminuir, ao contrário da crescente expansão nacional e internacional das grandes seguradoras²⁶.

Quanto aos fundos de pensão, pode distinguir-se os fundos privados dos públicos (segurança social), tendo ambos como objectivo primeiro a recolha e o agrupamento dos fundos resultantes das contribuições dos empregadores e trabalhadores para poderem prestar as futuras pensões e reformas, investido-os em activos financeiros e gerindo ambos. Na UE, os fundos privados distinguem-se dos públicos por dependerem de todas as contribuições prestadas pelos beneficiários, enquanto que aqueles dependem das contribuições presentes dos futuros beneficiários para financiar os beneficiários presentes, porque as contribuições destes se revelaram insuficientes, cabendo em grande parte à população activa sustentar a inactiva (solidariedade intergeracional), embora esta seja uma tarefa cada vez mais insustentável de acordo com este sistema, dados os níveis crescentes de desemprego e de pensionistas (muito graças ao

²⁵ Note-se que entre nós se distingue entre resseguro e co-seguro (Decreto-Lei n.º 94-B/98, art. 2.º n.º 1 p) e 132.º e s.).

²⁶ Em Portugal, as normas que definem e classificam as actividades e as empresas seguradora e resseguradora constam do DL n.º 94-B/98 de 17 de Abril, sobretudo os art. 2.º a 9.º e 123.º a 128.º.

aumento da esperança média de vida).

Já as empresas de investimento, na definição dos art. 4.º n.º 1) da DMIF e 199.º-A n.º 4 do RGICSF, consistem em regra na actividade habitual de “prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e/ou na execução de uma ou mais actividades de investimento a título profissional”, consubstanciando-se estes serviços e actividades na recepção, transmissão e execução de ordens relativas a instrumentos financeiros por conta dos clientes, bem como a sua negociação por conta própria, a negociação de portfólios que incluam instrumentos financeiros por conta dos clientes, a consultoria para investimento e a colocação de instrumentos financeiros, e a gestão de sistemas de negociação multilateral (art. 199.º-A n.º1)²⁷.

Por fim, os *hedge funds* são grupos de investimento cada vez menos restritos e pouco ou nada regulados, geralmente localizados em *offshores*, que detêm activos de curto e longo prazo, e cujo fim principal é a redução dos riscos e da volatilidade dos preços, embora alguns tenham desenvolvido estratégias mais especulativas, acabando a necessitar de ser resgatados (v.g. Long Term Capital Management) – embora possa afirmar-se que fornecem liquidez ao mercado e diversificam alguns riscos, ajudando a melhorar a eficiência financeira, quando devidamente utilizados.

Por outro lado, apesar da distinção tradicional entre as actividades bancaria, “bolsista” e seguradora, verifica-se a existência de alguns conglomerados financeiros, que as combinam. Na UE apenas são considerados como tais os grupos ou subgrupos que respeitem os vários requisitos exigidos pelos art. 2.º, n.º 14, e 3.º da Diretiva 2002/87/CE. Estas entidades têm como principais vantagens a integração comercial (expandindo uma actividade de um sector à clientela de outro, reduzindo os custos de informação e transacção), a integração operacional (maior eficiência operacional decorrente da partilha de custos), e a integração financeira (beneficiam da diversificação dos riscos). Contudo, apontam-se-lhes algumas falhas, como uma maior opacidade dos grupos e dos riscos, uma menos eficiente alocação do capital e uma mais complexa gestão dos grupos.

²⁷ O seu regime jurídico específico consta, entre nós, dos art. 199.º-A a L do RGICSF, e subsidiariamente os art. 174.º-199.º. Nos EUA, segundo informam FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 144-59), estas empresas agrupam os fundos dos títulos emitidos e investem-nos em activos financeiros, e prestam ainda alguns serviços de pagamento.

A terminar, diremos ainda que as instituições financeiras têm sido a via de financiamento empresarial mais utilizada, tanto nos EUA como a nível mundial (sobretudo os bancos), superando o recurso ao *direct finance* (MISHKIN, 2004, 169 e s. – 171).

4. Tipos de instrumentos financeiros e suas funções ²⁸

Desde o processo de inovação financeira da chamada «revolução financeira» que têm surgido novos e variados instrumentos financeiros para satisfazer as necessidades resultantes das permanentemente mutantes realidades económica e jurídica, sucedendo assim aos tradicionais títulos de crédito (e.g. letras de câmbio).

Como objecto da actividade dos mercados e instituições financeiros, os instrumentos financeiros podem definir-se *grossa modo* como mecanismos económico-jurídicos de financiamento e/ou cobertura de riscos dos indivíduos, empresas e governos, que se destinam a circular adequadamente nos mercados, visando promover a eficiência e o crescimento económicos²⁹.

Entre nós – e apesar de ser um conceito jurídico recente, amplo, aberto e em construção – estão legalmente consagrados no CVM três tipos de instrumentos financeiros (art. 2.º, que se baseia nas definições do art. 4.º da DMIF): i) os valores mobiliários, que

²⁸ FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 503-19, 525-47, 579-93, 597-618, 623-41); J. QUELHAS (1996, 53 e s.); A. NUNES (2004, 211 e s.); MISHKIN (2004, Apêndice ao Cap.2 e 309 e s.); J. ANTUNES (2008; 2009, 7 e s., 51 e s., 119 e s., 205 e s.); HAAN *et alii* (2009, 97 e s.); A. ALMEIDA (2011, 641 e s. e 703 e s.); R. SARAIVA (2013, 109 e s.); CMVM (s/d, 10-35).

²⁹ Os instrumentos e os mercados financeiros são cada vez mais «desmaterializados», procedendo-se crescentemente à sua negociação electrónica em “lugares” nem sempre físicos. Por outro lado, quanto às propriedades e precificação dos activos financeiros, ver FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 181-97), elencando 11 propriedades (liquidez, *moneyness*, divisibilidade e denominação, reversibilidade, *cash flow*, maturidade, conversibilidade, moeda, previsibilidade dos retornos, complexidade e estatuto fiscal), e entendendo que o princípio básico de precificação destes activos consiste em o seu preço igualar o valor presente de todos os fluxos de dinheiro futuros esperados, embora seja influenciado pelos custos de transacção e outros obstáculos – analisam mais detalhadamente várias teorias e modelos de precificação, como as de portfolio ou de mercados de capitais (cap. 13, 261-82).

são genérica e indirectamente definidos pelo art. 1.º g) como “documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado”, e podem ser típicos, atípicos ou mistos, bem como titulados e escriturais (art. 46.º e s., 61.º e s. e 95.º e s.), nominativos e ao portador (art. 52.º e s.) – v.g. acções, títulos de dívida e de participação, *warrants* autónomos (art.1.º); ii) os instrumentos monetários, que são instrumentos de curto prazo negociados por investidores institucionais no mercado monetário, em regra líquidos e de baixo risco e retorno (v.g. disponibilidades monetárias, certificados de aforro, papel comercial), embora o art. 2.º n.º1 b) exclua os meios de pagamento (e.g. moeda, transferências bancárias); iii) e os derivados (além dos mencionados *infra*, e.g. os contratos diferenciais e derivados de crédito).

Os derivados são instrumentos financeiros que resultam de contratos a prazo referidos a um activo subjacente, cujo valor deriva do valor deste – podendo os activos subjacentes ser, por exemplo, mercadorias, recursos naturais, variáveis climáticas, activos financeiros (v.g. acções, títulos de dívida, derivados), ou qualquer outra coisa – e são negociados em mercados organizados e/ou OTC.

As principais funções dos derivados são a cobertura de riscos³⁰ e o financiamento dos agentes financeiros (e.g. especulação e arbitragem), com baixos custos (pois permitem evitar a transacção dos activos subjacentes), visando tornar os mercados financeiros mais líquidos e eficazes. Todavia, quando usados com intuítos meramente especulativos, podem gerar problemas financeiros às empresas e perdas aos investidores, potenciando o risco sistémico devido ao efeito de contágio.

Já como principais características, pode referir-se que são uma realidade de “segundo grau” (pois derivam dos activos sobre que incidem), são contratos aleatórios e têm por objecto o risco, e são *ab initio* juridicamente impermeáveis às vicissitudes dos activos subjacentes (abstracção)³¹.

Os derivados básicos são os *forwards*, os futuros, as opções e os *swaps*, pois estão na base de complexas variações, podendo ser

³⁰ Sobretudo do risco de mercado (oscilação dos “preços” de mercado), visando a transferência desse risco de uma parte (que quer reduzi-lo) para a outra (que quer expor-se-lhe), pois têm interesses e expectativas opostos.

³¹ Assim J. ANTUNES (2008, 99-102; 2009, 127-137).

agrupados em “derivados de primeira geração” (v.g. os futuros, as opções e os *swaps*), “derivados de segunda geração” (v.g. *forwards* e *caps*), e “derivados de terceira geração” (v.g. *swaps* exóticos, opções sobre *forwards*)³² - segundo um critério económico. Estes quatro tipos de derivados têm ainda em comum o facto de abrangerem modalidades simples e variações complexas, assim como poderem extinguir-se pelo (in)cumprimento (v.g. liquidação física ou financeira) ou através de “posições contratuais de sentido inverso” que neutralizam posições anteriores (compensação – art. 259.º CVM). Contudo, os contratos de derivados distinguem-se dos demais instrumentos financeiros por não serem livremente transmissíveis, sendo criados e extintos através da abertura de novas posições contratuais.

4.1. Os *forwards*

São instrumentos derivados negociados em mercados OTC, que atribuem às partes contratuais direitos e deveres de compra e de venda de certos activos subjacentes, numa data futura e por um preço preestabelecidos, conferindo às partes uma considerável liberdade contratual, *maxime* quanto ao conteúdo negocial.

Os contratos de *forwards* dividem-se em dois grandes grupos: os *forward rate agreements* (*FRA*), relativos a taxas de juro; e os *forward exchange agreements* (*FXA*), relativos a taxas de câmbio.

O *FRA* traduz-se no contrato pelo qual as partes se vinculam reciprocamente a pagar um juro resultante da aplicação de taxas de juro (uma fixa e outra variável) sobre um montante hipotético numa certa data, previamente acordados. Na data de pagamento, a taxa de juro mais elevada vincula o que por ela optou a pagar a soma pecuniária correspondente ao diferencial dos juros.

Já o *FXA* consiste no contrato a prazo através do qual as partes se obrigam a pagar um certo valor pecuniário em moedas diferentes, numa data e com uma taxa de câmbio prefixadas. Trata-se de trocar uma moeda por outra, com uma taxa de câmbio fixa e numa data determinada.

³² Contudo, HAAN *et alii* (2009, 97-98) distinguem os *forwards* (integrando os futuros e *swaps*) das opções. Em sentido semelhante, FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 12-14; 503-47; 597-641) distinguem os futuros e os *forwards* das opções, e todos das suas variações mais complexas como os *swaps*, *floors*, *caps*, etc.

4.2. Os futuros

Os futuros são instrumentos derivados resultantes de contratos a prazo, que estabelecem obrigações mútuas de compra e de venda de um determinado activo subjacente, numa data e por um preço ou taxa prefixados, sendo executados através de liquidação física ou financeira. Estes contratos assemelham-se aos *forwards*, embora difiram destes essencialmente por serem contratos estandardizados geralmente negociados nos mercados organizados, estando sujeitos a regras específicas e à intervenção dos intermediários financeiros e da entidade gestora deste mercado.

Do que se trata é de contratos pelos quais os sujeitos se obrigam a comprar ou a vender um determinado activo por um preço e numa data prefixados - liquidação física - tendo cada um deles expectativas contrárias acerca da evolução do preço do activo e detendo cada parte o activo em sua posse ou tendo de o adquirir no mercado, ou simplesmente vinculam-se a pagar ou receber a diferença entre o preço estipulado e o preço de mercado na data acordada - liquidação financeira. Na data estipulada, a parte que comprou o activo por um preço mais elevado do que o de mercado perde para o vendedor; ao invés, a parte que vendeu o activo por um preço mais baixo do que o de mercado perde para o comprador.

4.3. As opções

As opções são instrumentos derivados que resultam de contratos a prazo, através dos quais as partes estipulam a atribuição a uma delas de um direito de adquirir (*call option* ou opção de compra) ou alienar (*put option* ou opção de venda) um determinado activo subjacente por um preço e numa certa data ou período, a troco do dever de pagar um prémio – todos prefixados.

Quanto à *call option*, o seu adquirente paga ao transmitente um prémio pelo direito de compra de um activo subjacente na data e pelo preço preestabelecidos. Já o transmitente, recebe o prémio em troca da obrigação de vender o activo subjacente na data e pelo preço preestabelecidos.

O adquirente da *call option* ganha se o preço de exercício do direito de compra for inferior ao preço do activo subjacente no mercado na data acordada, tendo vantagem em exercer o seu direito – e vice-versa.

Relativamente à *put option*, o seu adquirente paga um prémio ao transmitente pelo direito de vender um activo subjacente, na data e pelo preço preestabelecidos, sendo que o transmitente recebe o prémio pela obrigação de comprar o activo subjacente na data e pelo preço preestabelecidos.

O adquirente da *put option* ganha se o preço de mercado do activo for inferior ao preço de exercício do direito de venda na data preestabelecida, tendo vantagem em exercer o seu direito – e vice-versa.

Importa apenas salientar que o activo pode ser efectivamente transaccionado ou não, sendo as opções negociadas nos mercados organizados e OTC.

Por fim, tanto na *call* como na *put option*, os ganhos do adquirente e as perdas do transmitente são atenuados pelos juros cessantes e pelo prémio pago – em ambos os casos, a perda máxima do adquirente e o ganho máximo do transmitente não excederão os juros cessantes e o prémio pago.

4.4. Os *Swaps*

Consistem em instrumentos derivados resultantes de contratos financeiros, por força dos quais as partes se obrigam ao pagamento de duas somas pecuniárias, geralmente calculadas com base numa certa taxa de juros ou de câmbio, na mesma moeda ou não, numa ou em várias datas – todas prefixadas. Do que se trata é de uma troca de “pagamentos de juros ou de capital e juros, na mesma moeda ou em moedas diferentes, com base em regras preestabelecidas” (J. QUELHAS, 1996, 93), que apenas diferem nas taxas de juro ou de câmbio.

Os *swaps* dividem-se em dois grandes grupos: os *swaps* de taxa de juro e os *swaps* de taxa de câmbio, que por sua vez também se subdividem.

Os primeiros consistem numa troca entre montantes pecuniários, que resultam da aplicação de taxas de juro diferentes a um montante de referência, por um período de tempo e na moeda previamente fixados. As taxas de juro predeterminadas podem ser fixa e variável, apenas fixas, ou podem ser ambas variáveis mas indexadas a diferentes taxas de referência.

Os segundos traduzem-se num contrato por força do qual

ambos se vinculam a entregar uma quantia pecuniária em diferentes moedas, apurada através da aplicação de uma taxa de câmbio prefixada, estabelecendo as partes inverter a transacção numa data determinada, não sendo os montantes subjacentes meramente hipotéticos. Dentro deste segundo grupo cabem ainda os *swaps* cambiais simples (permuta da soma pecuniária) e os *swaps* de taxa de câmbio/taxa de juro (permuta de capital e juros, com taxas fixas, flutuantes ou uma fixa e outra flutuante).

Importa destacar aqui os derivados de crédito, sobretudo devido às críticas que têm sofrido desde a recente crise. Traduzem-se em contratos OTC pelos quais uma das partes (vendedora de protecção) adquire um certo risco de crédito, transmitido pela outra parte (compradora de protecção), a troco de um prémio, sem implicar a transferência do activo de referência relacionado com o risco, permitindo assim uma melhor gestão e distribuição destes riscos. Estes contratos podem ser simples ou complexos, figurando entre os primeiros os CDS, que consistem em contratos pelos quais o comprador de crédito se obriga ao pagamento de um prémio, a troco de um pagamento pecuniário caso se verifique um evento futuro e incerto durante o prazo prefixado. Do que se trata é de contratos que têm por objecto o incumprimento de deveres pecuniários relativos a activos de referência, funcionando como seguros financeiros (v.g. de CDO).

5. Uma palavra sobre a regulação financeira em torno da recente crise³³

Há já algum tempo que vem sendo afirmada a importância da estabilidade e eficiência financeiras, em si e para a economia real, sendo mesmo consideradas bens públicos globais (tendo como características a irrevogabilidade e a inexcluíbilidade no consumo, contribuindo para um melhor financiamento e um maior desenvolvimento económico globais, numa economia global)³⁴. Contudo, estes

³³ Sobre o tema ver L. CATARINO (2010, Cap. I, 33 e s., e II, 197 e s.); LA-ROSIÈRE (2009); R. SARAIVA (2013, 13 e s., 52 e s. e 135 e s.); J. SILVA (2013, 31-94); J. QUELHAS (2012a); QUAGLIA (2013); PAGLIARI (2013).

³⁴ Sobre a definição e tipos de bens públicos [e.g. (im)puros; nacionais, regionais, globais], incluindo a estabilidade e eficiência financeiras, *vide* GRIFFITH-

bens têm sido subestimados e pouco protegidos, tanto a nível regulatório como de supervisão, o que foi evidenciado pela recente crise financeira (no contexto da actual sociedade de informação, de rede e de risco). De facto, bem antes desta crise existiam já problemas de regulação e supervisão dos mercados e instituições financeiras, em parte devido à tendência de concentração das instituições financeiras de diferentes sectores, não raro formando-se os designados «conglomerados financeiros», mas também devido à criação e pulverização de instrumentos financeiros estruturados e complexos – tornando-se evidente que os mercados financeiros tendencialmente globais careciam de regulação e supervisão globais, bem como que existiam zonas pouco ou nada reguladas (v.g. derivados OTC; *hedge funds*; agências de *rating*).

Antes da recente crise, o modelo de regulação e de supervisão em construção para combater estes desideratos era o de integração ou da autoridade única, i.e., ficando os três sectores financeiros a cargo de uma só entidade, tendo vigorado um pouco por todo o mundo (e.g. Austrália, Bélgica, EUA, Inglaterra), permitindo assim reduzir as incoerências e descoordenações entre os reguladores e supervisores, aumentando a sua eficiência e eficácia. Contudo, na UE o modelo de regulação e de supervisão que precedeu a crise foi *grossomodo* o do Relatório Lamfalussy, transformado em direito comunitário através de vários instrumentos normativos, fazendo assentar a regulação e supervisão em quatro níveis: i) legislação baseada em princípios e opções políticas; ii) legislação com base em regras técnicas e comitológicas, em diálogo com o ECOFIN e com os comités de nível 2 e 3; iii) uma correcta e coordenada transposição e aplicação legislativa interna através dos comités de supervisores nacionais; iv) monitorização da regulação pela Comissão, auxiliada pelos EM, reguladores, supervisores e instituições financeiras.

Neste modelo destacam-se, v.g., as Directivas 2002/87/CE, relativa à supervisão complementar das instituições dos três sectores financeiros que integrem um conglomerado financeiro (que visa essencialmente garantir a adequação dos fundos próprios destes grupos, definir os métodos de cálculo da sua solvabilidade e disciplinar as operações e a concentração de riscos intragrupo, supervisionados pelo coordenador e pelas autoridades nacionais competentes e re-

levantes, e estabelecer os critérios de definição destes conglomerados – art. 6.º e s. e anexos I e II); DMIF, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (i.e., às condições e procedimento de autorização, e às condições para o exercício da actividade aplicáveis às empresas de investimento, estabelecendo ainda regras sobre os mercados regulamentados e certas instituições de crédito, bem como obrigações de cooperação e troca de informação entre autoridades competentes dos EM e entre estas e as de países terceiros); as Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE (DAC), que acolhem o regime de adequação de capital proposto pelo CBSB (Basileia II), assentando em três pilares relativos aos requisitos mínimos de fundos próprios, à revisão da supervisão e à disciplina de mercado.

Porém, com a eclosão da crise evidenciaram-se as falhas deste modelo europeu, e de outros, surgindo várias declarações, relatórios e roteiros de diversos organismos internacionais, apontando as deficiências do funcionamento, regulação e supervisão dos mercados financeiros, bem como avançando algumas soluções. A este respeito, veja-se a título de exemplo o Relatório do FMI (2010); as várias declarações do G-20 (2008-2013); o Quadro de Basileia III do CBSB (2010).

A nível da UE, releva o Relatório Larosière (2009) que, após apontar algumas das causas da crise financeira, indica algumas falhas da regulação e supervisão europeias e globais e sugere algumas soluções, salientando a necessidade de harmonização de regras sobre o mercado financeiro da UE (v.g. aumentar as exigências e a qualidade do capital dos bancos; estabelecer regras mais estritas para os veículos fora do balanço e regular as agências de *rating*, as IFSI como os *hedge funds* e os fundos de investimento, assim como os mercados de derivados OTC; reformar as regras de *corporate governance*; criar medidas adequadas de gestão e resolução de crises; criação de um adequado sistema de supervisão micro e macroprudencial – i.e. do ponto de vista institucional e sistémico – de forma a suprir a inadequada supervisão macroprudencial, a opacidade e a falta de cooperação entre supervisores, bem como reforçar os seus poderes e competências, visando uma correcta aplicação e cumprimento das regras).

Destacam-se ainda o reforço do papel de supervisão do BCE a nível micro e macroprudencial, a criação do Comité Europeu de Risco Sistémico a nível macroprudencial (que integra os

membros do BCE e do SEBC, os presidentes das AES, e a CE) e a criação de um Sistema Europeu de Supervisão Financeira a nível microprudencial (composto pelas Autoridades de supervisão europeias e nacionais) em duas fases: I) preparando um SESF (v.g. transformar legalmente os comités de nível 3 nas ABE, AESP e AEVM; aumentar os recursos dos comités de nível 3 e reforçar a sua cooperação; criar colégios de supervisão no seio das maiores empresas financeiras); II) estabelecendo um SESF (as novas AES deverão manter as funções dos comités de nível 3 e realizar novas tarefas, devendo integrar profissionais qualificados que representem as autoridades nacionais e ter autonomia orçamental e política; deve ainda garantir-se um igual nível elevado de protecção a todos os depositantes, investidores e políticos).

Este modelo de supervisão foi seguido pela UE através do «pacote legislativo de 2010», que consiste em cinco Regulamentos comunitários e uma Directiva.

O Regulamento n.º 1092/2010 cria o CERS, que integra o SESF juntamente com outras autoridades de supervisão nacionais e europeias, que cooperam e trocam informação entre si, sendo encarregado da supervisão macroprudencial do sistema financeiro da UE e prevendo/atenuando os riscos sistémicos de forma a preservar a estabilidade financeira – v.g. recolhendo e analisando as informações relevantes, identificando e qualificando os riscos sistémicos, emitindo alertas e formulando recomendações, coordenando as suas acções com organizações financeiras internacionais como o FMI e o FSB (art. 1.º, 3.º e 15.º a 19.º). Depois, o Regulamento n.º 1093/2010 cria a ABE, que supervisiona as instituições de crédito e conglomerados financeiros; o Regulamento n.º 1094/2010 cria a AESP, que supervisiona as actividades das empresas (re)seguradoras, conglomerados financeiros, mediadores de seguros e instituições de realização de planos de pensões profissionais; e o Regulamento 1095/2010 cria a AEVM, que supervisiona as actividades dos intervenientes nos mercados financeiros.

Estas três AES são organismos da UE com personalidade jurídica e integram o SESF, visando contribuir para a estabilidade financeira e o crescimento económico do mercado único através de uma adequada regulação e supervisão das actividades e riscos, v.g. velando pela integridade, transparência, eficiência e o bom funcio-

namento dos mercados financeiros, e reforçando a coordenação internacional relativa à supervisão, cooperando com o CERS e com as outras AES, acompanhando e analisando a evolução dos mercados, desenvolvendo projectos de normas técnicas, pareceres, orientações e recomendações às instituições, emitindo alertas e proibindo ou restringindo temporariamente certas actividades financeiras, e promovendo a protecção dos investidores, consumidores, tomadores de seguros e beneficiários de pensões – art. 1.º, 2.º, 5.º, 8.º e 9.º dos Regulamentos 1093 a 1095/2010. Já o Regulamento 1096/2010 confere ao BCE atribuições específicas quanto ao funcionamento do CERS, disponibilizando recursos humanos e financeiros para prestar apoio analítico, estatístico, logístico e administrativo, e recolhendo informações necessárias em nome do CERS (art. 1.º a 3.º e 5.º)³⁵. Por fim, a Directiva 2010/78/UE altera diversas directivas no que respeita às competências das três AES.

Depois da aprovação deste «pacote legislativo», têm surgido vários outros diplomas legais comunitários, como o Regulamento n.º 648/2012, que fixa a disciplina normativa dos derivados OTC, das contrapartes centrais e dos repositórios de transações; a Directiva 2014/65/UE, em vigor, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (estabelecendo os requisitos das condições de autorização e de exercício de atividade; autorização e funcionamento dos mercados regulamentados e de atividade dos prestadores de serviços de comunicação de dados; supervisão, cooperação e aplicação da lei por parte das autoridades competentes)³⁶.

Em Portugal vigora um modelo tripartido em que existem três autoridades competentes em matéria de regulação e supervisão (sectorial). O BP, que é a autoridade macroprudencial de resolução nacional e integra o SEBC, visa entre outras finalidades velar pela estabilidade do sistema financeiro nacional, competindo-lhe em geral exigir informações e divulgar dados estatísticos; regular, fiscalizar e promover o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos; e em especial orientar e fiscalizar os mercados monetário e cambial,

³⁵ Note-se que alguns destes regulamentos foram já objecto de alterações, v.g. Directiva 2014/51/UE.

³⁶ Importa lembrar que existem ainda dois importantes avanços regulatórios pós-crise: o “Dodd-Frank Act” (2010) nos EUA e o “Basileia III” a nível internacional (2011-2014), embora não os analisemos aqui pelas suas extensão e complexidade.

bem como definir e executar a política macroprudencial, identificar e avaliar riscos sistémicos; emitir determinações, alertas e recomendações, em cooperação com as autoridades e demais supervisores financeiros; regular e supervisionar as instituições de crédito, sociedades financeiras e outras entidades que lhe estejam legalmente sujeitas (art. 12.º-17.º-A da LO do BP). Já o ISP é a autoridade reguladora e de supervisão que tem por competências regulamentar, fiscalizar e supervisionar o sector dos seguros, resseguros, mediação de seguros, fundos de pensões e actividades conexas ou complementares, definir as orientações políticas do sector, executando-as e controlando a sua execução, cooperar com as autoridades nacionais e de supervisão financeira da UE e (inter)nacionais, emitir normas regulamentares obrigatórias e instruções vinculativas (art. 4.º-6.º do Estatuto do ISP). Depois, à CMVM compete regular e supervisionar, entre outros, os mercados de valores mobiliários e demais instrumentos financeiros, bem como as actividades das entidades sujeitas à sua supervisão, promover o seu desenvolvimento, definir as políticas relativas a estes mercados, instrumentos e entidades, cooperar com as autoridades reguladoras e supervisoras nacionais e estrangeiras, bem como com as organizações internacionais que integre (art. 4.º do Estatuto da CMVM). Os seus poderes-deveres concretos são consagrados no CVM (art. 353.º a 377.º-B), v.g., criar regulamentos, recomendações e pareceres genéricos; acompanhar a actividade das entidades e os mercados supervisionados, fiscalizar o cumprimento das normas legais e regulamentares, aplicar sanções, formular ordens e recomendações, e difundir informação³⁷.

³⁷ Refira-se que existem mais três entidades de supervisão (macroprudencial) em Portugal: i) o *Conselho Nacional de Supervisores Financeiros*, criado pelo DL n.º 228/2000, que tem por funções principais coordenar as actividades e informações das autoridades de supervisão nacionais, exercer funções de consultor do BP quanto à política macroprudencial do sistema financeiro nacional, acompanhar e avaliar o estado da estabilidade financeira, bem como desenvolver regras, pareceres e recomendações (art. 2.º, 4.º e 7.º); ii) o *Comité Nacional para a Estabilidade Financeira*, criado por Memorando de entendimento entre o MF, o BP, o ISP e a CMVM em Julho de 2007, tendo por objectivos mecanismos de coordenação, cooperação e trocas de informação entre as autoridades de supervisão nacionais, sendo composto pelos presidentes destas e representantes do MF; iii) o *Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria*, criado pelo DL n.º 225/2008, visa supervisionar e fiscalizar o controlo de qualidade, a actividade dos ROC e a sua conformidade legal, bem como promover a coordenação entre as autoridades de supervisão na-

Capítulo II

A tributação do sector financeiro

6. Alguns modelos de tributação do sector financeiro

Após a eclosão da mais devastadora crise financeira desde 1929, vários países intervieram directa ou indirectamente nos sistemas financeiros em ordem a evitar o seu colapso. Segundo o FMI (2010, 31-36), foram anunciados apoios estatais na ordem dos triliões de dólares para os sistemas financeiros do G-20. Apesar de terem sido efectivamente utilizados menores recursos financeiros, nas economias mais avançadas do G-20 despenderam-se cerca de 1114 biliões de dólares e 43,4 biliões de dólares nas economias emergentes do G-20, segundo os dados colhidos entre 2007 e 2009 junto dos Estados que integram o G-20. Contudo, porque houve uma recuperação dos custos nas economias avançadas à volta de 237 biliões de dólares, o custo líquido total das economias do G-20 foi cerca de 920 biliões de euros, ou seja, cerca de 1,8% do PIB de todas as economias do G-20³⁸. Parte destes custos são subsídios estatais prestados às maiores empresas do sector financeiro, que são consideradas demasiado grandes para falir (TBTF). Além de gerarem distorções concorrenciais e de incentivarem comportamentos mais

cionais, assistir e cooperar com autoridades internacionais, emitir regulamentos, pareceres e recomendações, exercer o poder disciplinar e sancionatório, difundir e trocar informações (art. 3.º-7.º, 9.º, 11.º e 19.º-21.º dos Estatutos em anexo). A terminar, vejam-se ainda as normas do RGICSF quanto à supervisão comportamental (art. 73.º-90.º) e prudencial (art. 91.º- 138.º).

³⁸ Contudo, segundo a CE (CSWPIA, 2011, vol. 1, 13), o apoio dos EM da UE ao sector financeiro atingiu os 4,6 triliões de euros ou 39% do PIB da UE-27 em 2009. Note-se que, segundo LAEVEN / VALENCIA (2010, 78-82), os custos económicos médios totais da recente crise foram superiores aos das crises anteriores (ocorridas entre 1970 e 2006), tendo a dívida pública e as perdas de crescimento aumentado em 7,6% e 5% do PIB, respectivamente, embora os custos financeiros directos tenham diminuído em 5% do PIB (em parte devido a um leque de opções mais vasto e a uma mais rápida reacção por parte dos países com maior rendimento).

arriscados³⁹, as garantias estatais de resgate (primeiro implícitas, depois explícitas) são maioritariamente suportadas pelos contribuintes gerais, o que se consubstancia num grande benefício para o sector financeiro e numa grande injustiça para os contribuintes gerais, que dele dependem. Segundo o FMI (2010, 55-56), os métodos de estudo de eventos e de apoio estatal revelam que o valor médio desse subsídio é de 0,2%.

Já UEDA/ DI MAURO (2010, 108-115), baseando-se nos *ratings* atribuídos aos dez maiores bancos de vários países no final de 2007 e de 2009, e em grandes eventos ocorridos nos EUA (v.g. o resgate do Bear of Sterns e a falência do Lehman Brothers) e na UE (a nacionalização do Northern Rock e a declaração da UE sobre as TBTF), concluem que a garantia de resgate estatal influencia os *ratings* das TBTF e lhes confere uma vantagem de financiamento de 0,65%, bem como que a análise dos eventos mencionados revela uma vantagem de financiamento entre 0,2% a 0,4%⁴⁰.

Contudo, um estudo mais recente, baseado na comparação entre o PIB efectivo e aquele que teria sido segundo a tendência de crescimento económico anterior à recente crise (entre 1984 e 2007 a taxa de crescimento anual média do PIB *per capita* foi de 2,1%), revela que nos EUA houve uma perda de produção entre 6 triliões e 14 triliões de dólares ou entre 40% e 90% da produção económica de um ano, e que o resto do mundo sofreu uma perda de 8 triliões de dólares só em 2012, ambos como consequência da crise. Por outro lado, só os custos de apoio estadual directo ao sector financeiro dos

³⁹ UEDA/ DI MAURO (2010, 106-107) defendem que as instituições TBTF que gozam da garantia de resgate estatal obtêm financiamento mais barato (por causa dela), são incentivadas a arriscar mais e a tornar-se maiores e sistemicamente mais relevantes, distorcem a concorrência e ganham cota de mercado, além de assim distorcerem a eficiência económica, pois as instituições mais procuradas não são necessariamente as mais robustas e eficientes.

⁴⁰ Estes dados são coerentes com os fornecidos por BAKER/McARTHUR (2009), segundo os quais entre 2000 e 2007 o *spread* dos custos de financiamento dos bancos maiores e dos mais pequenos foi de 0,29%, e o *spread* dos mesmos bancos entre 2008 e 2009 foi de 0,78%, sendo que um *spread* 0,49% corresponde a um subsídio de 34,1 biliões \$ para 18 grandes SGPS em 2009. Embora considerem que as políticas de defesa das instituições TBTF possam não ser as únicas responsáveis pelo aumento dos *spreads*, entendem ser essa a hipótese mais provável, o que representa uma considerável redistribuição do erário público para as instituições TBTF.

EUA foram de 12,6 trilhões (cerca de 80% do PIB de 2007) – LUTTRELL/ ATKINSON/ ROSENBLUM (2013).

Devido aos elevados montantes despendidos na sequência da recente crise, alguns países introduziram unilateralmente alguns tributos sobre o sector financeiro (no seu todo ou em parte) para os tentar mitigar (ver Anexo II), não obstante a simultaneidade da urgência e das dificuldades de tributação dos Estados, individualmente considerados, numa economia cada vez mais global e com actores cada vez mais móveis e hábeis, podendo as decisões políticas de um Estado afectar os demais (*maxime* as políticas orçamentais e fiscais, podendo gerar o conhecido fenómeno de concorrência fiscal – eventualmente prejudicial)⁴¹. Neste capítulo referimos como possíveis tributos sobre o sector o IVA sobre os serviços financeiros, os impostos sobre os rendimentos provenientes de actividades financeiras, e a contribuição para a estabilização do sistema financeiro⁴². Deixamos de fora o imposto sobre os mercados cambiais, o imposto sobre as transacções de valores mobiliários e outros (v.g. tributos sobre actividades/dívidas dos bancos), porque entendemos que as propostas, apesar de bem-intencionadas e do seu potencial gerador de receitas, ficam um pouco aquém dos objectivos de estabilizar o sector financeiro e de fazê-lo contribuir justa e substancialmente

⁴¹ Isto é especialmente preocupante no caso dos mercados e instituições financeiros e das empresas multinacionais devido às suas capacidades evasivas levadas a cabo através de, v.g., paraísos fiscais, *off-shores*, *hedge funds*, instrumentos financeiros complexos, negociações electrónicas e intra-empresariais, o que, por um lado, dificulta a eficiência e justiça fiscais, e, por outro, leva os Estados a reduzir a tributação para manter e atrair o investimento nacional e estrangeiro à custa dos outros Estados, tendo as políticas fiscais bastante influência nas decisões empresariais de deslocalização de bens, serviços e capitais. Sobre a globalização dos mercados financeiros e seus factores, ver FABOZZI/MODIGLIANI/FERRI (1994, 8-12); sobre a problemática e complexa relação entre a globalização económica e a tributação, ver RAZIN/SLEMMOD (1990), TANZI (2000), CHRISTENSEN/COLEMAN/KAPOOR (2004), HINES/SUMMERS (2009, 1-20). Em especial, TANZI (2000, 4-19) refere-se às “térmitas fiscais” que corroem as bases dos sistemas fiscais, a saber: comércio e transacções electrónicas, uso do dinheiro electrónico, negociação intra-empresarial, centros financeiros *off-shore* e os paraísos fiscais, derivados e *hedge funds*, inaptidão para tributar capital financeiro, crescentes actividades estrangeiras, escolha de países estrangeiros para deslocalização.

⁴² Para uma lista considerável destes tributos e impostos, ver o CSWPIA (2011, vol. 4, 3-71), entre os quais figuram os impostos sobre as empresas dos (e sobre o trabalho nos) mercados financeiros.

para os custos da crise, embora a eles nos refiramos pontualmente ao longo do trabalho.

6.1 – O imposto europeu sobre o valor acrescentado e os serviços financeiros⁴³

Como é sabido, o IVA consiste num imposto (indirecto) geral sobre o consumo, i.e., em regra incide sobre o valor criado ou acrescentado por uma empresa⁴⁴ (que consiste na diferença entre o valor dos bens/serviços vendidos/prestados e o valor dos bens/serviços adquiridos num certo período, salvo os serviços laborais, sendo o IVA apurado através do método indirecto subtrativo ou do crédito de imposto, incidindo sobre aquele ou subtraindo o IVA pago nos *inputs* ao devido nos *outputs*) em cada fase do processo económico (por isso é plurifásico), em regra a título oneroso, e que vai sendo pago e repercutido obrigatoriamente (art. 37.º CIVA) pelos intervenientes (devedores do imposto) neste processo até ao consumidor final (contribuinte indirecto), que efectivamente há-de suportá-lo ⁴⁵.

⁴³ Sobre este tema, ver C. PALMA (2005), (2008), (2009) e (2011); HUIZINGA (2002); R. LA FERIA (2007); R. LA FERIA/LOCKWOOD (2010); KERRIGAN (2010); HUTCHINGS (1973); OCDE (1998); CE (CSWPIA, 2011, vol. 4, 6, e 18); FMI (2010); MIRRLEES *et alii* (2011); J. RIBEIRO (1997, 313-15, 333-43, 355-58); J. SANCHES (2007, 409-27); J. NABAIS (2009, 611-30).

⁴⁴ Pois nem sempre é possível deduzir a totalidade de IVA suportado a montante – ver art. 167.º e s. e 176.º e s. da Directiva IVA e art. 19.º e s. do CIVA.

⁴⁵ Na definição do FMI (2010, 66), o IVA incidindo “sobre as vendas de bens e serviços reais menos as aquisições de *inputs* não laborais, é implicitamente um imposto sobre a soma dos salários e dos ‘lucros’ definidos nos termos de *cash flow*”. O valor do bem/serviço final é assim igual à soma dos valores acrescentados em todas as fases do circuito económico do mesmo, pelo que o IVA, pressupondo a mesma taxa, incidente sobre o bem/serviço final há-de corresponder à soma do IVA incidente sobre os valores acrescentados em cada fase do circuito económico desse bem/serviço. Cada interveniente apenas deve o IVA incidente sobre o valor que cria, embora possa ter de suportar ou repercutir o IVA pago a montante. Claro que o IVA poderia ser calculado como um imposto incidente apenas sobre as vendas ao consumidor final (*retail sales tax*). Todavia, perder-se-ia a vantagem de fazer com que os intermediários registados se controlem mutuamente e giram o imposto, uma vez que não existiria um crédito fiscal que os motivasse. Verifica-se assim que o direito de dedução é a “essência do mecanismo do

Convém referir que relativamente ao lugar da tributação em IVA as suas normas são bastante complexas e confusas, comportando várias excepções e regimes especiais. Não obstante, tanto o art. 6.º n.º 6) CIVA como os art. 44.º e 45.º da Directiva IVA (2006/112/CE) determinam que, em regra, os serviços transaccionados entre sujeitos passivos são tributados no destino (i.e., no local da sede, estabelecimento estável ou domicílio do adquirente), ao passo que os transaccionados entre sujeitos passivos e não sujeitos se regem pelo princípio da origem, valendo estas disposições para os serviços financeiros.

A nível da UE, este imposto aplica-se dentro de cada EM, entre EM e nas relações destes com Estados terceiros (importações e exportações), embora nem sempre da mesma forma, possuindo um regime geral e vários regimes especiais, e prossegue objectivos vários (v.g. repartição da carga fiscal pelos devedores; anistia fiscal; neutralidade fiscal; controlo cruzado entre os sujeitos passivos – através de um sistema de crédito de imposto baseado em facturas ou documentos análogos, desincentivando a evasão fiscal), ao mesmo tempo que proporciona avultadas receitas.

O IVA é assim um imposto de “matriz comunitária”⁴⁶ relativamente recente, tendo resultado de um processo de harmonização (e não uniformização) das legislações nacionais dos EM com vista à implementação dum sistema comum, falando-se em três fases, levando a cabo por sucessivas directivas e outros instrumentos comunitários, desde 1967 (data das «primeiras directivas IVA») até aos dias de hoje, nomeadamente através da «Sexta Directiva» (77/388/CEE) e da «Directiva IVA», bem como das aprovações do livro branco para a realização do mercado europeu (1985) e do Acto Único Europeu (1987). Importa apenas sublinhar que este processo de harmonização é mais um a ser levado a cabo como uma ferramenta necessária para a construção duma Comunidade Europeia, a nível político e económico, visando fomentar e sedimentar o mercado comum – sendo o IVA norteado pelo referido princípio da neutralidade (i.e.,

IVA” (C. PALMA, 2011, 44), sendo o IVA exemplo da actual privatização da gestão fiscal. Em Portugal, isto está estabelecido quanto ao regime geral, *grossa modo*, nos artigos 1.º a 8.º, 16.º e 17.º, 19.º a 28.º, e 37.º do CIVA. No plano da UE, a Directiva IVA assim dispõe nos art. 1.º a 4.º, 9.º a 13.º, 14.º a 30.º, 62.º a 71.º, 72.º a 92.º, 167.º a 192.º, e 192-A a 205.º.

⁴⁶ C.PALMA (2011, 28).

estabelecendo da forma mais ampla e harmonizada possível os seus elementos essenciais, ao mesmo tempo que permite a dedução do IVA pago a montante, visando assim evitar distorções no mercado interno⁴⁷). O IVA assenta assim numa lógica muito própria e é aplicado através de mecanismos complexos e variados, visando um difícil equilíbrio entre o bom funcionamento do mercado interno, a estabilidade política e a obtenção de receitas, a nível comunitário.

Contudo, verifica-se que, desde a «Sexta Directiva» até hoje, entre os muitos objectos de isenção em sede de IVA figuram os serviços financeiros e de seguros. Assim, o CIVA estabelece esta isenção, quanto às operações internas, nos art. 6.º, n.º 11, e) e 9.º 27) e 28), e a Directiva IVA estabelece-a nos art. 135.º, n.º 1 a) a g), prevendo a faculdade de os EM concederem aos seus sujeitos passivos o direito - não exercido entre nós - de optarem pela sua tributação (salvo certas operações de seguros e conexas), disciplinando aqueles o exercício desse direito (art. 137.º, n.º 1 a) e n.º 2, à semelhança do art. 13.º C) da «Sexta Directiva»⁴⁸.

Em virtude da complexidade do IVA e da especificidade destas actividades, apesar de haver discórdias na literatura especializada, esta isenção é geralmente justificada com dificuldades técnicas (económicas e fiscais) e políticas de tributação dos serviços financeiros em sede de IVA, muito embora sejam também geralmente reconhecidas certas distorções a tal isenção. Estas notas vêm sendo tocadas, pelo menos, desde o “Relatório Hutchings”, onde já eram referidos alguns dos mais sonantes argumentos *pro* e *contra* a tributação das actividades financeiras, muitos dos quais permanecem

⁴⁷ Sendo este princípio referido e definido ao longo dos considerandos da Directiva 2006/112/CE. Contudo, a faculdade conferida aos EM de poderem conceder aos seus sujeitos passivos o direito de optar pela tributação de várias operações é uma assunção da incerteza relativa aos efeitos económicos de certas isenções.

⁴⁸ Esta isenção compreende as actividades financeiras típicas ou nucleares, tais como as negociações e operações relativas à generalidade das actividades bancária, monetária e de câmbio, de crédito, de garantias, de valores mobiliários, de fundos de investimento, e de seguros, resseguros e certos serviços conexos – comportando quase todas algumas excepções. Todavia, como resulta da ausência de referência aos serviços financeiros negociados entre EM e entre estes e Estados terceiros no CIVA, na Directiva IVA e no RITI, esta isenção parece vigorar só no plano nacional dos EM – excepto o disposto nos art. 169.º c) e 170.º a) da mesma Directiva e 20.º, n.º1, b), V) do CIVA.

actuais⁴⁹. Importa por isso apontar algumas das eventuais causas e consequências de tais isenções, admitindo que estes serviços devem ser tributados. Quanto às primeiras, na esteira de C. PALMA (2011, 15-29), cremos que os principais problemas suscitados pela tributação das actividades financeiras *lato sensu* em sede de IVA são de ordem: 1) conceptual, dada a dificuldade de identificar os serviços prestados; 2) técnica, de determinação do valor tributável, pois não é fácil valorar os serviços de intermediação financeira nem as suas contraprestações, já que não raro as instituições financeiras não cobram *fees* pelos serviços prestados, medindo-se o seu valor pela diferença entre os ganhos nos *outputs* e as perdas nos *inputs* (originando também potenciais duplas tributações); bem como a dificuldade em calcular o montante de IVA dedutível pago a montante; 3) administra-

⁴⁹ HUTCHINGS (1973, 36-40) menciona como argumentos geralmente invocados *a favor da isenção*, o aumento dos custos do crédito, a eventual dupla tributação provocada pela não dedução do IVA suportado, a redução dos juros, a complicação da gestão interna e o aumento de custos suplementares, as dificuldades técnicas entre instituições financeiras (às quais a noção de valor acrescentado se ajusta mal), onerando os mercados de capitais; já quanto aos argumentos *contra a isenção*, referia que a tributação destas operações estaria de acordo com a lógica do IVA e com o princípio da neutralidade (sendo as isenções uma “fonte de dificuldades técnicas”), o IVA interno seria mais fácil de aplicar e simplificador, a tributação dessas operações afectaria sobretudo os clientes não tributáveis e de forma não desmesurada (sendo possível desenvolver um método tributário de os desonerar). Assim, o Autor conclui que a tributação das actividades financeiras é possível e desejável (tal como a harmonização do IVA sobre elas), propondo uma taxa reduzida, eventualmente acompanhada de uma “taxa 0” para certas operações de crédito – distinguindo estas das demais operações financeiras em sede de IVA (46-49). Note-se, todavia, que um outro problema referido era, e é, o da diversidade dos regimes de IVA sobre estes serviços nos EM (*ibidem*, 14-16 e 17-29). Neste sentido vai também o relatório da OCDE (1998, 1-37, sobretudo 20-22 e 31 e s.), que, avaliando o tratamento de várias operações e instrumentos financeiros (em regra isentos), a sua valoração, e o direito de dedução do IVA suportado, em 22 países, concluiu que apesar de em certas matérias haver um tratamento semelhante, as diferenças constatadas em qualquer delas podem provocar distorções económicas (*maxime* de concorrência e relativas ao IVA oculto repercutido) dentro dos países membros e entre eles, podendo induzir as empresas à deslocalização. Todavia, reconhece-se aí que a tributação das actividades financeiras *lato sensu* é “complexa e tecnicamente difícil”, e que não existem definições claras e amplas de serviços e instituições financeiras, muito menos uma definição genérica das mesmas, sendo estas as principais razões apontadas pelos países analisados para a manutenção da isenção.

tiva, pois a sua tributação envolveria elevados custos. Por outro lado, motivos ligados à tradição (i.e., as actividades financeiras não costumam ser tributadas em IVA na UE) e à política (visando diferenciar-se certas actividades) tiveram o seu peso na *opção* pela isenção.

Por estas razões, a maior parte dos países cujo sistema fiscal abrange o IVA (ou impostos semelhantes) isenta ou não tributa as operações financeiras⁵⁰.

Esta isenção dos serviços financeiros pode assim ser qualificada como uma isenção parcial ou incompleta (pois não confere às instituições financeiras o direito à dedução do IVA suportado a montante⁵¹) e objectiva (isentam-se certas actividades em si) – embora entre nós seja também, em regra, irrenunciável, salvo as excepções consagradas no art. 12.º do CIVA⁵².

Todavia, esta isenção levanta diversos problemas. Como notou HUTCHINGS, “a isenção quase generalizada evita obrigações e complicações técnicas aos banqueiros, mas priva-os do direito à dedução do IVA suportado «a montante», ou leva-os a renunciar às possibilidades de dedução demasiado reduzidas; sobretudo ela não lhes permite transmitir aos seus clientes um qualquer direito de dedução. Na medida em que estes estão sujeitos ao IVA, pode dizer-se que daí resulta uma imposição no estágio final, cada vez que se verifica uma «ruptura na cadeia» do sistema de IVA” (1973, 14)⁵³.

Segundo C. PALMA (2009, 142-143), as isenções (parciais) em sede de IVA, ao contrário do que sucede com outros impostos,

⁵⁰ Ver nota anterior relativamente à OCDE, e ver ainda o CSWPIA (2011, vol. 4, 30-36 e 407-419), segundo o qual apenas sete EM da UE-27 optaram pela tributação, enquanto que “países terceiros chave” como a Suíça e Singapura isentam estas operações sem opção de tributação (mas esta permite a dedução do IVA em certos casos e condições).

⁵¹ Salvo os já referidos art. 169.º e 170.º da Directiva 2006/112/CE e 20.º, n.º1, b), V) do CIVA.

⁵² C. PALMA (2011, 29). Quanto aos tipos e características destas isenções e do direito de dedução, *ibidem*, 33-41 e 44-59, respectivamente.

⁵³ Neste sentido vão também MIRRLEES *et alii* (2011, 171-180, sobretudo 175), entendendo serem as isenções contrárias à lógica do IVA, invocando muitos dos argumentos apontados adiante. Como afirmou M. Lauré, o «pai do IVA», as isenções são o “cancro do IVA” (*apud* C. PALMA, 2011, 23). Quanto às dificuldades de tributação destes serviços em IVA, ver ainda KERRIGAN (2010, 2-6 e 10 e s.) e R. LA FERLA/LOCKWOOD (2010, 5-8); relativamente às consequências das isenções, ver HUIZINGA (2002, 505-509).

aplicam-se apenas aos *outputs* (ou seja, às transmissões/prestações de bens/serviços, não incidindo o IVA sobre elas), mas já não aos *inputs* (i.e., às aquisições de bens ou serviços, não tendo direito à dedução do IVA pago por elas, suportando-o ou repercutindo-o de forma oculta, conforme a elasticidade da oferta e da procura), pelo que não raro as isenções acabam por ser mais penalizadoras do que a própria tributação⁵⁴.

Já quanto às segundas, seguindo a mesma Autora (2011, 107 e s.), julgamos que as normas aplicáveis às actividades financeiras estão algo desactualizadas, daí resultando vários problemas: 1) *conceptuais e interpretativos*, pois as isenções originam dificuldades de qualificação jurídica das actividades abrangidas (devidas não só à variedade e heterogeneidade de actividades, mas também à diversidade de sistemas jurídicos existentes na UE) e de quantificação do valor tributável dos serviços de intermediação financeira (dado que o cálculo da diferença entre as operações activas e passivas é complexo, não existindo muitas vezes um nexo directo entre ambas), o que conduz a diversas transposições e aplicações do IVA por parte dos EM, faz aumentar a complexidade e a insegurança jurídicas, e o número de processos judiciais⁵⁵; 2) *económicos*, derivados da impossibilidade de dedução, tais como o autofornecimento (para evitar os custos do IVA não dedutível sobre os *inputs* adquiridos de terceiras entidades), as distorções de concorrência⁵⁶ (entre empresas localizadas num ou em vários EM, dado que o custo do IVA irrecuperável afecta apenas alguns sectores e dentro destes mais aqueles que não podem minimizá-lo; entre as empresas da UE e as localizadas fora da UE, quando estas não têm de suportar IVA; entre EM e entre estes e estados terceiros – concorrência fiscal), e o planeamento fiscal abusivo (i.e., o recurso a “manobras fiscais” para apenas ou principalmente se obterem vantagens fiscais, segundo alguma jurisprudência

⁵⁴ Assim também MIRRLEES *et alii*, (2011, 174-175), sobretudo se se tratar de transacções B2B, cujo IVA irrecuperável consideram um “puro custo extra”.

⁵⁵ Note-se que o facto de as decisões do TJUE não serem coerentes agrava ainda mais a situação. Sobre um conjunto significativo de acórdãos do TJUE em matéria de actividades isentas, dos sujeitos passivos e das SGPS, ver C. PALMA (2011, 66-91).

⁵⁶ Na UE, uma outra fonte de distorções económicas e fiscais é diversidade de regimes de IVA em matéria de serviços financeiros consagrados nos EM ao abrigo da opção de tributação conferida pelo art. 137.º da Directiva IVA.

do TJUE); 3) *técnicos*, i.e., quanto ao modo de calcular o montante dedutível, uma vez que actualmente as instituições de intermediação financeira praticam operações tributáveis e não tributáveis (sendo legalmente qualificadas como sujeitos passivos mistos), e só o IVA incidente sobre aquelas pode ser dedutível, sendo este cálculo bastante dispendioso, pelo que para não suportarem IVA não dedutível procedem muitas vezes à integração vertical (i.e., todas as fases do circuito económico de um bem/serviço são abrangidos por uma só empresa ou grupo); acresce que os métodos de cálculo do montante dedutível são também complexos, estabelecendo-se vários requisitos para a sua aplicação (ver notas 44 e 52)⁵⁷.

Todos estes factores em conjunto vieram provocar várias distorções que com o IVA se pretendia evitar, traduzindo-se em problemas para os agentes económicos e administrações fiscais, fazendo aumentar os custos de cumprimento e de aplicação do IVA, e contribuindo para a denegação dos princípios fiscais da neutralidade e da igualdade. Por estas razões têm sido elaborados vários estudos e relatórios visando identificar os principais problemas e avançar algumas soluções possíveis, indicando as suas vantagens e inconvenientes. Os mais importantes, após o já referido “Relatório Hutchings”, foram os estudos da ERNST & YOUNG (2000), da COMISSÃO EUROPEIA (2006), e da PRICE WATER HOUSE COOPERS (2006)⁵⁸.

Na sequência destes estudos, a CE propôs em 2007 um Regulamento e uma Directiva com vista a alterar a Directiva IVA em matéria das isenções dos serviços financeiros e de seguros, no sentido de actualizar e simplificar as regras respeitantes à isenção para assim aumentar a segurança jurídica, reduzir os encargos administrativos e o custo do IVA oculto para os prestadores de serviços financeiros *lato sensu*⁵⁹. A proposta de Directiva assenta sobretudo na clari-

⁵⁷ Sobre as consequências destas isenções ver ainda R. LA FERIA (2007, 75-79).

⁵⁸ Os principais problemas notados foram já referidos acima. Quanto às medidas propostas, para além das que referimos no Anexo I, foram: o método aditivo (valor acrescentado = salários + lucros); a extensão da isenção às entidades que prestam/vendem serviços/bens aos prestadores de serviços financeiros; um direito de dedução limitado baseado numa lista taxativa de serviços adquiridos pelos operadores financeiros; opção de tributação dos serviços financeiros; permissão e tributação dos agrupamentos transfronteiriços; clarificação e redefinição dos serviços isentos – ver C. PALMA (2011, 132-147).

⁵⁹ COM(2007) 746 final e COM(2007) 747 final, ambas de 28/11/2007.

ificação das normas que regem as isenções (v.g., critérios económicos objectivos e conceito harmonizado de intermediação financeira), na extensão da opção de tributação aos agentes económicos (permitindo a dedução do IVA suportado), e na introdução dum «agrupamento de partilha de custos» (que realiza investimentos e redistribui os custos isentos de IVA, na condição de se verificarem certos requisitos). Já o Regulamento proposto visa prosseguir estes objectivos através da criação de critérios económicos objectivos, da introdução dum conceito harmonizado de intermediação, e da enumeração duma lista de actividades isentas e não isentas, tendo este instrumento comunitário a vantagem de ser directamente aplicável aos EM.

Todavia, os EM e as empresas têm-se mostrado cépticos face às soluções propostas, ora por se terem verificado dispendiosas, ora por receio dos seus efeitos incertos e/ou complexos, devido à falta de estudos empíricos aprofundados, pelo que estas isenções permanecem vigentes – sobre os possíveis métodos de tributação destas operações financeiras em sede de IVA ver o Anexo I.

A terminar, gostaríamos de questionar a sub-ributação do sector financeiro em sede de IVA, sublinhando dois pontos: 1) porque quase todos os serviços financeiros estão isentos e não conferem direito de dedução do IVA suportado a montante, algumas instituições financeiras acabam por suportá-lo total ou parcialmente⁶⁰, embora esse valor apenas corresponda ao criado na fase anterior – contudo, o IVA é um imposto sobre o consumo final de bens e serviços, apenas devido pelos intermediários por razões de eficiência e eficácia fiscais⁶¹; 2) os clientes empresariais das instituições

Sobre estas propostas, *vide* os estudos de C. PALMA (2008) e (2011, 148-160). Numa perspectiva mais crítica, sobretudo quanto à opção de tributação (considerada uma fonte de distorções legais e económicas), ver R. LA FERIA/LOCKWOOD (2010, 8 e s.).

⁶⁰ Em sentido semelhante, *vide* HONOHAN (2003, 9) e BUETTNER/ERBE (2012b, 13). Mais céptico e hesitante se manifesta VELLA (2012, 92), devido à existência de vários estudos e conclusões contraditórios.

⁶¹ Poder-se-ia arguir que, por não se cobrar IVA nos serviços financeiros, estas instituições beneficiam na medida em que a sua procura não é por ele afectada. Todavia, pode contestar-se este benefício, invocando-se que o IVA oculto provocado pela isenção aumenta em alguns casos o preço do bem/serviço final (produzido pelas empresas que recorrem aos *inputs* financeiros), gerando o resultado oposto. Na verdade, as instituições financeiras podem ficar oneradas em sede de IVA, pois ou suportam o IVA sobre os *inputs* adquiridos, ou o repercutem

financeiras podem estar sobre-tributados na medida em que acabam por suportar o IVA sobre as aquisições (fase anterior) enquanto intermediários na cadeia de produção, o que em condições normais não sucederia; os consumidores finais destes serviços estão sub-tributados na medida em que apenas suportam total ou parcialmente, mas latentemente, o IVA devido na fase anterior e não o IVA sobre o valor criado pela prestação destes serviços⁶².

Parece-nos claro que o sector está formalmente subtributado, embora a sub- ou sobre -tributação material dependa da maior ou menor capacidade de repercussão económica do IVA oculto por parte das instituições financeiras sobre os seus trabalhadores e/ou clientes.

Julgamos ainda que a tributação dos serviços financeiros é possível e desejável, mesmo em sede de IVA, com alguns ajustes e imperfeições, mas talvez este não seja o tributo adequado, dos pontos de vista técnico (económico e tributário) e de regulação, para incidir sobre os mercados financeiros, em parte devido à sua específica e complexa lógica (também comunitária)⁶³.

6.2 – O imposto sobre as actividades financeiras (IAF)

No contexto da actual crise económica e financeira, dos seus elevados custos e da isenção dos serviços financeiros em sede de IVA, o G-20 encomendou ao FMI (2010) um relatório sobre as medidas possíveis para fazer o sector financeiro contribuir de forma substancial e justa para os custos desta crise. Entre as medidas propostas constava o IAF⁶⁴, sendo genericamente definido como

ocultamente e fazem aumentar os preços dos bens/serviços finais subsequentes – eventualmente diminuindo a sua procura. Ou seja, apesar dos serviços financeiros estarem subtributados, estas instituições e/ou as empresas às quais os prestam poderiam ficar oneradas à luz do princípio da neutralidade. Porém, as empresas sempre conseguem repercutir todo ou parte do IVA não deduzido sem grandes perdas de clientela.

⁶² Assim o FMI (2010, 21-23 e 64-65) e a CE (CSWP/IA, 2011, vol. 6 e 18).

⁶³ Alguns países fora da UE tributam parte dos serviços financeiros ou permitem deduções parciais dos *inputs* usados para prestar serviços financeiros isentos, como a Austrália, África do Sul e Nova Zelândia – ver SCHENK (2008, 39 e s.).

⁶⁴ FMI (2010, 21-23, 26, 59 e 66-70). Note-se que antes deste relatório a CE já referia impostos semelhantes, *maxime* sobre os bónus e sobre os lucros do sector financeiro – CSWD (2010a, 27-30).

um imposto sobre uma ajustável “soma dos lucros e remunerações das instituições financeiras”, muito semelhante ao IVA quanto ao cálculo do valor criado tributável, podendo arrecadar avultadas receitas e prosseguir várias finalidades (nomeadamente, compensar o risco do aumento excessivo do sector financeiro devido à isenção dos serviços financeiros em sede de IVA e reduzir as actividades excessivamente arriscadas, tributando apenas os rendimentos mais elevados). Este imposto seria de simples implementação (pois incidiria sobre matérias e aproveitaria práticas e estruturas comuns a outros impostos, podendo as administrações fiscais lidar mais facilmente com eventuais dificuldades), não incentivaria o planeamento fiscal abusivo (devido às suas taxas moderadas), e, à semelhança de outros tributos, tenderia a diminuir a dimensão do sector financeiro – dada a sua moderação, não distorceria nem alteraria directamente as actividades e instituições financeiras.

Apesar deste imposto apresentar algumas semelhanças com o IVA, incidiria também sobre as empresas, e não apenas sobre os consumidores finais. Depois, estima-se que a probabilidade de o imposto ser repercutido seja maior no caso de este incidir sobre todas as remunerações do que no caso de incidir apenas sobre as rendas, dado que não há nenhum crédito fiscal.

Este relatório estabelece o desenho de três tipos de IAF e fornece estimativas das potenciais receitas por eles geradas. O *IAF1* incidiria sobre todas as empresas que conduzissem um certo número de actividades financeiras, baseando-se no método da adição (i.e., na soma dos salários e lucros - estes na acepção usada nos métodos *cash flow*) aplicado aos serviços financeiros, usando as definições R+F (abrange os fluxos financeiros e não financeiros líquidos) ou ACE (permite a dedução de dividendos nocionais dos lucros empresariais líquidos), e seria neutral em relação ao financiamento marginal e às decisões de investimento. Depois, como substituição da não concessão de direitos de dedução fiscal, seria preferível utilizar taxas inferiores às do IVA. Quanto ao lugar da tributação destes serviços, à semelhança do IVA, reger-se-ia pelo princípio do destino, embora fossem necessários alguns ajustes⁶⁵.

⁶⁵ Não obstante, alguns Autores entendem que a implementação dos IAF comporta algumas dificuldades técnicas, como as: i) de definição dos lucros e remunerações laborais que integram o âmbito de incidência objectivo (sugerindo-

Já o *IAF2* incidiria sobre todos os retornos relativos ao capital e ao trabalho do sector financeiro acima de um determinado montante (rendas)⁶⁶, segundo uma noção de lucro semelhante à usada pelo método ACE, e.g., e uma noção de salário baseada, e.g., na comparação entre os salários mais elevados no sector financeiro e noutros sectores. Quanto ao lugar da tributação, seria baseado no princípio da residência ou no da fonte (à semelhança dos impostos sobre o rendimento)⁶⁷.

Por fim, o *IAF3* seria um imposto sobre a assunção de riscos, incidido mais fortemente sobre os retornos excessivamente elevados (i.e., acima de uma taxa de retorno normal), provenientes de actividades excessivamente arriscadas, desencorajando-as. Este imposto combinaria os lucros, na noção usada pelo método ACE, com os retornos imputados (relativos aos activos), embora subsistam as questões de saber se os retornos deverão ser agregados ao longo de

-se que para aqueles se utilize qualquer dos métodos R+F, ACE ou S, através das noções usadas em sede dos impostos sobre o rendimento); ii) da relação do IAF com o IVA e eventuais «efeitos cascata», questionando-se a concessão dum crédito fiscal (embora se sugiram taxas menores); iii) do regime das operações transfronteiriças (aconselhando a que se aplicasse o princípio da origem, sem direitos de dedução, para evitar perdas de receita e incentivos empresariais nocivos); iv) do regime das instituições que exercessem actividades financeiras e não financeiras (considerando como melhor solução a de separar as actividades financeiras das restantes, sujeitando-as a regras anti-abuso e à separação de contas, sendo tributadas em IVA as possíveis e as restantes em sede de IAF) – ver KEEN *et alii* (2010, 124-129); PERRY (2012); FUEST (2011, 11-12) e SØRENSEN (2011, 3-4) e MIRRELES *et alii* (2011, 211-212). A estas dificuldades SHAVIRO (2012, 16) acrescenta que o IAF1 não seria a melhor escolha para assacar ao sector financeiro uma contribuição substancial e justa, pois não incidindo sobre os comportamentos mais arriscados, apenas tenta compensar a sobre-tributação das transacções B2B, atenta a subtributação das B2C.

⁶⁶ Num sentido económico, são geralmente definidas como “pagamentos aos distribuidores de recursos que ultrapassam os necessários para empregar o recurso” - SHAVIRO (2012, 17).

⁶⁷ Quanto a este IAF, destacam-se dois aspectos: i) o «risco moral» do sector financeiro, sendo grande a discrepância entre os ganhos dos grandes investidores e as perdas dos contribuintes, em caso de resgate estadual de certas instituições TBTF, daqui resultando boa parte dos retornos deste sector; ii) o tratamento das perdas, julgando ser preferível não as diferir nem conferir um direito de dedução, por razões de simplificação administrativa, de cumprimento, e de tributação do risco – ver KEEN *et alii* (2010, 130-135); PERRY (2012); FUEST (2011, 15-19); SHAVIRO (2012, 18).

um determinado período e se exigem taxas bastante elevadas e uma forte cooperação internacional⁶⁸.

Quanto às receitas geradas por qualquer destes IAF, o FMI estima que variem consoante as circunstâncias dos países e dos seus sistemas financeiros, calculando, com dados de 2006, que o IAF1 com uma taxa de 5% poderia arrecadar receitas no valor de 0,14% do PIB na Noruega e de 0,31% do PIB no Reino Unido. Já a CE, extrapolando os dados usados pelo FMI, estima que os três IAF, a uma taxa de 5%, gerassem respectivamente 25,9 a 75 biliões, 11,1 a 35 biliões e 4,9 a 10 biliões de euros na UE-27 (CSWD, 2010b, 22-25).

A nível teórico, se alguns Autores entendem que os IAF são exequíveis e adequados aos objectivos propostos, podendo mesmo combinar-se entre si (v.g. IAF1 e IAF3); outros não são favoráveis à sua introdução, *maxime* quanto aos IAF 2 e 3, dadas as suas complexidade e dificuldades administrativas, podendo gerar uma concorrência fiscal entre EM, sendo o IAF1 mais simples e prático, apesar de se sugerir a resolução de alguns problemas fiscais (e.g. as isenções do IVA) e as reformas do imposto sobre os rendimentos empresariais e da regulação do sistema financeiro antes de introduzir um IAF⁶⁹.

⁶⁸ Além destas, alguns Autores apontam outras dificuldades: i) a definição dos retornos excessivos e a sua distinção dos retornos oriundos de actividades pouco ou quase nada arriscadas, defendendo que a melhor solução é recorrer aos conceitos usados pelos impostos sobre o rendimento ou pelo método ACE, devendo incidir sobre retornos mais elevados do que os que subjazem ao IAF2; ii) a compensação das perdas, defendendo a solução negativa, pois o IAF3 visa justamente refrear o risco excessivo, devendo assim tratar assimetricamente os ganhos e perdas e incidir sobre as maiores instituições financeiras (ao invés de excluir certos escalões de retornos), defendendo ainda que este imposto deve relacionar-se estreitamente com as medidas de regulação financeira – ver KEEN *et alii* (2010, 135-137); PERRY (2012); FUEST (2011, 22); SHAVIRO (2012, 20). Sobre os prós e contras do IAF ver ainda o CSWPIA (2011, vol. 1, 31 e s.; vol. 8, 18-27; vol. 16, 1-33).

⁶⁹ Respectivamente M. KEEN *et alii* (2010, 138) e C. FUEST (2011, 25-27). Note-se que NICOLÒ (2010, 188-191), baseando-se na análise empírica da reacção de um conjunto de bancos estadunidenses ao aumento de tributos, entre 1995 e 2009, conclui que um IAF de 2% sobre os lucros reduziria, em *mediana*, o crescimento dos activos em 0,07% e os riscos de cumprimento em 0,12%, afectando ainda a economia real – podendo ter no pior cenário um sério impacto nocivo sobre o sector bancário. Também SCHULMEISTER (2011, 30-31) tece duras críticas ao IAF, afirmando ser quase impossível distinguir o rendimento normal do excessivo, que o IAF não é apto para estabilizar o sector financeiro, pois tributaria tanto os pequenos bancos financiadores da economia real como os grandes bancos

A este respeito, BUETTNER/ERBE (2012b, 3 e s.), baseando-se em dados alemães de 2007, concluem que um IAF1 com uma taxa de 3% pode gerar na Alemanha ganhos na ordem de 1,3 biliões de euros de receitas (e de 1,1 biliões de bem-estar social, caso aquelas receitas sejam empregues na redução de algumas distorções geradas pelos impostos sobre o trabalho) – curiosamente montantes ligeiramente superiores aos que estimam para um IVA de 19% sobre o sector financeiro, produzindo aquele apenas um aumento dos preços dos serviços financeiros em cerca de 1,2%. Já um IAF de 19% geraria receitas na ordem dos 7,7 biliões e ganhos de bem-estar de cerca de 5,6 biliões de euros, embora gerando uma inflação dos preços destes serviços em cerca de 7,7% (permitindo reduzir a subtributação dos consumidores dos serviços financeiros). Entendem assim ser o IAF preferível ao IVA sobre estes serviços, mas alertam para o facto de estes resultados estarem dependentes da repercussão total do imposto para os consumidores, o que será mais difícil num contexto de concorrência fiscal global, pelo que aconselham uma harmonização comunitária deste imposto.

Também SHAVIRO (2012, pág. 20 e s.), contrariando em parte a CE, defende com bons argumentos que o IAF pode prosseguir melhor os seus objectivos do que o ITF, tendo várias vantagens sobre este: 1) é um potencial gerador de receitas (vários biliões de euros), embora não incida sobre valores brutos, gerando menos receitas do que o ITF mas menos ineficiências económicas; 2) ao contrário dos efeitos estabilizadores incertos do ITF, o IAF progressivo desincentivaria os comportamentos mais arriscados e nocivos; 3) ambos podem reduzir o tamanho do sector financeiro e ser repercutidos nos clientes financeiros, embora o IAF seja mais promissor quanto a atingir os “grandes jogadores no sector financeiro”; 4) apesar de a harmonização do ITF a nível da UE ser uma boa ideia, poderia ter o efeito oposto devido ao receio de alguns EM da concorrência fiscal externa, a que acresce a má experiência sueca; 5) o IAF abrangeria todos os rendimentos do sector financeiro, ao passo que o ITF apenas incidiria sobre algumas transacções; 6) porque os valores mobiliários tendem a ser mais transaccionados, o ITF poderia

especuladores, ao mesmo tempo que não abrange as negociações especulativas das instituições não financeiras e de amadores, permitindo ainda que as grandes instituições se desloquem para jurisdições fiscalmente mais atractivas.

acentuar a diferença de tratamento fiscal entre a dívida e o capital, ao contrário do IAF; 7) o IAF é mais apto a tratar progressivamente o sector financeiro do que o ITF, pois tributa as suas elevadas rendas sem causar tantas distorções; 8) apesar do ITF poder diminuir os ganhos privados do sector financeiro, o saldo da ponderação dos seus benefícios e prejuízos é incerto, sendo que o IAF poderia tributar progressivamente os rendimentos financeiros, incidindo mais fortemente sobre os de curto prazo. Por isso propõe um “IAF-1-2-3”, que consiste numa espécie de fusão dos melhores elementos de cada IAF, tributando-se progressivamente todos os retornos financeiros excessivos, ao mesmo tempo que se tributariam os salários vulgares (outrora dedutíveis) através de taxas mais baixas. Contudo, conclui ser um ITF não apenas melhor do que nada, como também o “melhor instrumento fiscal realisticamente disponível”.

A nível empírico, segundo a CE (CSWP/IA, 2011, vol. 9), anteriormente ao IAF existiam já impostos semelhantes em alguns países, v.g., França (desde 1968), Itália (desde 1997), México (desde 2008). Destacamos os IAF dinamarquês, britânico e islandês.

Na *Dinamarca*, existe desde 1990 um imposto sobre salários e custos salariais, devido pelas empresas que exerçam certas actividades isentas de IVA, com uma taxa geral de 3,08% e uma taxa especial para o sector financeiro de 10,5% – não havendo indicações de que a actividade deste sector fosse reduzida por este imposto. Em 2008, as suas receitas foram cerca de 650 milhões de euros (0,26% do PIB dinamarquês), 70% das quais proviriam do sector financeiro, tendo sido sempre regulares (0,25% - 0,3% do PIB).

Por seu turno, no *Reino Unido* existe desde 1994 um imposto sobre os prémios de seguro, em parte para substituir a isenção destes serviços em sede de IVA. Subjectivamente, incide sobre as seguradoras; objectivamente, recai sobre o prémio da maioria dos seguros cujos riscos segurados estejam localizados no RU, bem como de certos seguros de viagens para o exterior. A taxa varia entre os 6% (sobre o prémio bruto) e os 20% (sobre as apólices agregadas a outros produtos, e.g., seguro de viagens com estadia incluída). As receitas estimadas para 2012-2013 foram de cerca de 3,5 biliões de euros – BROWNE/ROANTREE, (2012, 20-21).

Quanto à Islândia, segundo JONASDOTTIR (2012), na sequência da actual crise impôs em 2012 um IAF, sugerido pelo FMI pelas

razões acima assinaladas, com uma taxa de 5,45% sobre todos os benefícios e remunerações pagos pelas instituições financeiras e um imposto especial de 6% sobre o rendimento das empresas que excedam 1 bilião de coroas islandesas, supondo-se que gere um total de 4,5 biliões de coroas anuais (cerca de 28,7 milhões de euros).

Embora estas experiências se tenham revelado positivas, alguns Autores entendem que deveriam ser introduzidas certas alterações para aumentar a eficiência do IAF. Assim, o IAF islandês, especialmente na parte em que incide sobre os rendimentos excessivos das empresas, gera algumas complexidades e dificuldades técnicas e administrativas, para além de dificultar a previsão das receitas. Por isso sugere-se a sua supressão, passando o IAF a ter duas taxas (ou seja progressivo: 10% sobre os salários até 550000 coroas e 20% sobre os salários acima desse montante), abaixo dos 25,5% do IVA, supondo-se uma receita anual de 5,5 biliões de coroas. Esta alteração teria como principais vantagens ser política e administrativa-mente mais simples e estabilizar o sistema financeiro, ao mesmo tempo que produz uma certa neutralidade e tem um impacto menor nos salários mais baixos (JONASDOTTIR, 2012).

Quanto ao IAF dinamarquês, SØRENSEN (2011, 7 e s.) criticando a base tributável e a taxa por serem demasiado reduzidas para um substituto do IVA neste sector, gerando menores receitas, defende que o IAF deveria incidir sobre os lucros excessivos do sector financeiro e abranger ainda as remunerações não salariais dos grandes gestores do sector, corrigindo certas distorções. Todavia, conclui pela viabilidade do IAF no sector financeiro, entendendo que os dados existentes sugerem não ter prejudicado seriamente o crescimento deste sector e que não houve significativas repercussões do imposto para trás (reduzindo os salários dos trabalhadores do sector) nem para diante (aumentando o “preço” dos serviços), incidindo em parte sobre os titulares das empresas do sector financeiro.

Apesar de o IAF poder conduzir à deslocalização destas no quadro actual duma economia global, o Autor entende ser pouco provável, dado que boa parte das actividades do sector financeiro assenta em relações de clientela próximas, dificilmente verificáveis à distância, pelo que o IAF não irá prejudicá-las substancialmente – sobretudo se as taxas forem baixas e houver uma forte coordenação a nível da UE nesta matéria, aumentando ainda as receitas e evitando concorrências fiscais.

Contudo, note-se que HAYASHIDA/ONO (2010, 244 e s.) ao analisarem o impacto da redução do imposto sobre ganhos de capital japonês de 1989, com base em três métodos, concluem que o imposto influenciou negativamente a negociação dos investidores individuais, tendo a reforma de 2003 (redução das taxas) ajudado a aumentar a negociação individual e a expandir o mercado.

6.3 – *A contribuição de estabilização financeira (FSC)*

Uma outra medida proposta pelo FMI para o G-20⁷⁰, pelos motivos acima descritos, foi a contribuição de estabilização financeira. Sucintamente, consiste num tributo incidente sobre o passivo consolidado ou sobre um amplo balanço patrimonial de algumas (v.g. sectores bancário e segurador) ou de todas as instituições financeiras nacionais⁷¹, inicialmente com uma única taxa (entre 0,1% e 0,2%) para cada tipo de instituição, passando depois a variar em função do perigo que cada uma possa representar para o risco sistémico, tendo o fim de obter receitas para suportar os custos orçamentais dos futuros resgates às instituições do sector financeiro e a sua estabilização (através da internalização dos custos das externalidades negativas) – podendo aquelas ser consignadas a um fundo de apoio a estas instituições⁷² ou ingressar no erário público.

Este tributo poderia ser preventivo (medida permanente que visa suportar os custos de futuras crises e estabilizar o sector financeiro) ou correctivo (medida temporária que visa suportar as necessidades financeiras não cobertas pela FSC preventiva, com a mesma base tributável mas menores taxas, devida pela disponibilidade duma tal linha de crédito).

⁷⁰ FMI (2010, 5, 13-18, 24-26, 30, 50, 54-60).

⁷¹ Sendo preferível que incidisse sobre o passivo consolidado de todas elas, pois assim poderia abranger taxas menores e diminuir o risco de distorções não desejadas; por outro lado, uma incidência subjectiva estreita poderia agravar o «risco moral», sugerindo que umas são mais susceptíveis de falir do que outras.

⁷² V.g. o fundo de estabilidade financeira sueco, de 2008, visando sobretudo estabilizar o sector bancário, que atingiria 2,5% do PIB ao fim de 15 anos. Este fundo é financiado maioritariamente pelo Estado, mas também pelas instituições de crédito que dele beneficiam, pagando um tributo anual de 0,036% sobre boa parte do seu passivo, embora seja gerido pelo National Debt Office – *ibidem* (44-45) e CE (CSWD, 2010a, 17-20).

Por outro lado, o FMI entende que a FSC deveria ser objecto de uma cooperação/coordenação internacional, bastando-se com bases tributáveis e taxas comuns, sobretudo por causa das instituições transfronteiriças, para evitar concorrências fiscais e consequentes distorções económicas, bem como duplas ou nulas tributações – podendo as taxas ser menores nos países em que o sector financeiro é menos propenso ao risco sistémico.

Este relatório estima que uma FSC de 0,1% sobre o passivo consolidado dos sectores bancários da UE, com dados de 2008, gerasse receitas na ordem dos 2% do PIB ao fim de dez anos⁷³.

Quanto ao impacto deste tributo com uma taxa de 0,2% sobre o sistema financeiro, estima-se que reduza os lucros bancários pré-fiscais em 10% e os das empresas seguradoras entre 3% a 5% (correspondendo uma FSC de 0,1% a cerca de 3% dos lucros de todas as instituições financeiras), podendo ser repercutida total ou parcialmente nos clientes e/ou nos funcionários do sector, consoante a elasticidade da oferta e da procura e as demais condições dos mercados.

Já o impacto na economia real⁷⁴ de uma FSC de 0,2% iria ser negativo: sobre o crescimento dos activos bancários, na ordem dos 0,05%; sobre a estabilidade financeira, aumentando o risco de incumprimento bancário em 0,1%; além de aumentar em parte os custos de financiamento dos intermediários financeiros e diminuir os seus *outputs* em cerca de 0,3% (estimando, contudo, que com a abolição da FSC a economia voltaria ao normal dentro de quatro anos).

O relatório adverte ainda para o facto de uma FSC dever articular-se não só com as medidas e entidades de regulação, como ainda com outros tributos sobre o sector financeiro (v.g. o IAF). Em traços gerais, este já era o entendimento da CE quanto ao impacto

⁷³ A CE (CSWD 2010a, 19 e 46) estima que uma contribuição bancária poderia arrecadar receitas na UE-27 no valor de 13 biliões de euros com uma taxa de 0,036% e mais de 50 biliões de euros com uma taxa de 0,15%.

⁷⁴ Estimando que a elasticidade do crescimento do PIB face ao crescimento dos activos bancários seria de 0,07%, baseando-se num painel de 48 economias desenvolvidas e em desenvolvimento entre 1980 e 2007. Note-se ainda que também SCHULMEISTER (2011, 28-29) entende que a contribuição bancária não é apta para aumentar os custos das transacções mais arriscadas e nocivas devido à sua base tributável (v.g. *HFT*), embora aumente os custos dos investimentos reais – pois não distingue os diferentes tipos de risco e de alavancagem.

expectável deste tributo (CSWD, 2010a, 19-20). Porém, relembra que os tributos preventivos (*ex ante*) associados a um fundo de resolução podem aumentar o «risco moral» e induzir a assunção de riscos excessivos no sector financeiro, ao mesmo tempo que podem ser repercutidos sobre os clientes financeiros.

Na sequência do referido relatório do FMI, foram propostos e/ou implementados tributos sobre a banca em vários países, alguns dos quais destacamos aqui⁷⁵.

Nos EUA⁷⁶, em Janeiro de 2010 foi proposto pela Administração Obama um tributo de responsabilidade pela crise financeira (FCRF), com uma taxa de 0,15% sobre as dívidas de grandes instituições financeiras, para as fazer contribuir para os custos dos resgates financeiros subsequentes à recente crise. As receitas esperadas são na ordem dos 90 biliões de dólares entre 2011 e 2020. Contudo, de acordo com a PWC (2013a), esta proposta ainda não foi implementada, sendo pouco provável que o venha a ser a curto prazo⁷⁷.

Já em Portugal, foi criada uma contribuição extraordinária sobre o sector bancário, cujo regime jurídico se encontra consagrado no art. 141.º da LOE para 2011 (Lei n.º 55-A/2010), sendo regulamentada pela Portaria n.º 121/2011, que densifica certos elementos essenciais do tributo (taxas e incidência objectiva) e elementos administrativos (liquidação, cobrança e pagamento). Assim, subjectivamente, incide sobre as instituições de crédito, filiais e sucursais sediadas ou estabelecidas em Portugal⁷⁸ (art. 2.º da Portaria) e ob-

⁷⁵ Para uma lista significativa e actual, ver PRICE WATER HOUSE COOPERS (PWC, 2013a).

⁷⁶ Estes dados foram retirados do FMI (2010, 37-38), da CE (CSWD, 2010a, 17-20) e da PWC (2013a).

⁷⁷ Este tributo proposto não se confunde com o criado pelo *Securities Exchange Act of 1934*, incidente sobre os *broker-dealers* nas transacções de valores mobiliários à taxa de 0,00221%, e sobre os futuros de valores mobiliários em 0,0042 dólares por transacção, sendo repercutido sobre os seus clientes, a favor da *Securities and Exchange Commission* estadunidense (similar à nossa CMVM), visando financiar os custos da supervisão e regulação dos mercados de valores mobiliários – ver <<http://www.sec.gov>>.

⁷⁸ Por um lado, o art. 2.º n.º 2 da Portaria remete para os art. 2.º e 13.º, n.ºs 1 e 5 do RGICSF, incidindo assim a contribuição, v.g., sobre os Bancos e Instituições de crédito, Sociedades de investimento, de locação financeira, de *factoring*, de garantia mútua; por outro, as sucursais de uma Instituição de crédito sediada num EM da UE não integram o seu âmbito de aplicação subjectivo.

jectivamente incide sobre boa parte do passivo apurado e aprovado pelos sujeitos passivos deduzido de certos montantes, e ainda sobre o valor nocional da generalidade dos instrumentos derivados fora do balanço apurado pelos sujeitos passivos (art. 3.º e 4.º da Portaria). A taxa aplicável imposta pela LOE situava-se entre 0,01 % e 0,05 % do valor do passivo apurado, e entre 0,000 10 % e 0,000 20 % do valor nocional apurado (o que a portaria respeitou ao consagrar no seu art. 5.º que sobre o passivo apurado incide uma taxa de 0,05 %, e sobre o valor nocional apurado incide uma taxa de 0,00015 %). Contudo, e apesar das sucessivas prorrogações do seu regime, a LOE para 2014 (Lei n.º 83-C/2013), no seu art. 227.º, veio alterar o montante das taxas aplicáveis, passando esta contribuição a incidir sobre o passivo das Instituições de crédito com uma taxa situada entre 0,01% e 0,07%, consoante o valor apurado, aplicando-se sobre os derivados uma taxa situada entre 0,00010% e 0,00030%, em função do valor apurado.

A nova alteração vem apenas acrescentar uma certa progressividade em função do valor apurado, reflectindo o risco de certas posições assumidas.

Trata-se assim duma contribuição provisória póstuma (em relação à recente crise), que visa fazer o sector bancário suportar parte dos custos da recente crise e contribuir mais equitativamente para o erário público, ao mesmo tempo que tenta estabilizá-lo (visando assim prevenir futuras crises)⁷⁹.

Repare-se que originalmente este tributo não visava angariar receitas para um fundo de resolução destinado a apoiar financeiramente certas instituições à beira da insolvência, embora o art. 153.º-F n.º 1 a) do RGICSF considere hoje as suas receitas um dos recursos do Fundo de Resolução.

Por fim, importa sublinhar que esta contribuição não é dedutível para efeitos de determinação do lucro tributável em sede de IRC (art. 45.º n.º 1 o) do CIRC)⁸⁰.

⁷⁹ As três finalidades proclamadas pelo Relatório que acompanha a proposta de OE para 2011, 73.

⁸⁰ Sobre estas contribuições, em especial a portuguesa, numa perspectiva crítica, *vide* C. CARDONA (2011, 93-112). Sobre a contribuição portuguesa ver ainda M. TEIXEIRA (2011, 132-41).

No *Reino Unido*⁸¹, entrou em vigor em Janeiro de 2011 uma contribuição sobre o balanço patrimonial dos Bancos (*Bank Levy*). Subjectivamente, incide sobre os grupos bancários e de instituições financeiras aí sediados e sobre os grupos bancários sediados no estrangeiro que aí operem (incluindo certas sucursais e filiais, domésticas e estrangeiras), segundo uma noção ampla de “banco”, sendo regulamentada pela Autoridade dos Serviços Financeiros e ficando o seu pagamento a cargo de um membro do grupo em nome deste. Objectivamente, recai sobre a generalidade do património e das dívidas líquidos constantes dum balanço relevante, desde que excedam 20 biliões de libras, com uma taxa de 0,088%⁸², estando excluídos do tributo alguns activos e passivos de certas entidades.

O objectivo deste tributo é o de funcionar como um seguro contra os riscos de resgates derivados de futuras crises financeiras, tendo gerado, segundo a fonte oficial⁸³, receitas no valor de 1,61 biliões e de 1,59 biliões de libras em 2011-2012 e 2012-2013, respectivamente. Acresce que este tributo não é dedutível para efeitos de imposto sobre os rendimentos empresariais.

Por sua vez, na *Alemanha*⁸⁴ entrou em vigor em Janeiro de 2011 uma Lei de reestruturação bancária que estabeleceu um quadro de regulação para reestruturar e reorganizar o sector bancário alemão. Entre as medidas propostas constam um fundo de reestruturação de instituições de crédito (que visa alcançar 70 biliões de euros) e uma contribuição anual sobre as instituições de crédito (cujas receitas estão consignadas a este fundo), a cargo da Agência Federal de Estabilização do Mercado Financeiro (supervisionada pelo Ministério das Finanças Federal)⁸⁵. Os objectivos principais do tributo

⁸¹ Segundo J. BROWNE / B. ROANTREE (2012, 5 e 30); SULLIVAN & CROMWELL (2011); e PWC (2013a).

⁸² Contudo, a PWC (2013a) indica que a taxa de 2013 é de 0,13%, a subir para 0,142% em 2014. Note-se ainda que as dívidas de financiamento superior a um ano de maturidade suportam metade taxa que seria aplicável.

⁸³ <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/256882/table11-1a.pdf>.

⁸⁴ Estes dados foram colhidos em DEUTSCHE BUNDESBANK (2011), CLEARY GOTTSLIEB STEEN & HAMILTON (2011), SULLIVAN & CROMWELL (2011), PWC (2013a).

⁸⁵ Note-se que em caso de insuficiência financeira do fundo, a entidade reguladora poderá cobrar contribuições especiais para esse fim, baseando-se nas

são desincentivar as posições mais arriscadas conducentes ao risco sistémico, internalizando os custos das externalidades negativas de relevância sistémica, e angariar receitas para o fundo⁸⁶.

Subjectivamente, este tributo incide sobre a generalidade dos bancos alemães, sucursais autorizadas de bancos estrangeiros e filiais autorizadas de bancos alemães e estrangeiros, de acordo com a contribuição de cada um para o risco sistémico. Já objectivamente recai sobre o grosso das obrigações e instrumentos derivados (fora do balanço).

As taxas variam: sobre o valor nominal de todos os instrumentos derivados não liquidados incidia uma taxa de 0,00015%; sobre o valor de todas as obrigações tinha lugar uma tributação progressiva, entre 0,02% e 0,04%, sobre montantes compreendidos entre 10 biliões e mais de 100 biliões de euros⁸⁷. Em geral, o valor da contribuição anual consubstancia-se na soma dos valores assim apurados, desde que excedam 300 milhões de euros até ao limite de 20% dos lucros bancários anuais, embora deva corresponder no mínimo a 5% do valor da contribuição regular, sendo as receitas esperadas cerca de 1,3 biliões de euros por ano. Porém, o DEUTSCHE BUNDESBANK (2011) alerta para o facto de esta iniciativa alemã de estabilização financeira ser insuficiente para resolver os problemas emergentes no quadro dum sistema económico e financeiro global, carecendo de regras e cooperações internacionais harmonizadas (*maxime* a nível de regulação financeira e de tributação, entre os Estados e os vários organismos internacionais). Acresce que esta FSC não é dedutível no imposto sobre rendimentos empresariais, bem como que as alterações legislativas levadas a cabo pela Lei de reestruturação bancária, globalmente consideradas, podem ter consequências económicas no sistema financeiro⁸⁸.

contribuições pagas nos últimos três anos, não podendo o total das contribuições exceder 50% dos lucros médios anuais dos três anos precedentes, por cada banco.

⁸⁶ Segundo os dados da proposta de Março de 2010, revelados pelo FMI (2010, 38).

⁸⁷ Estes são dados de 2011. No entanto, segundo a PWC (2013a), as taxas são 0,0003% sobre o valor nominal dos derivados relevantes, e entre os 0,02% e 0,06% sobre os escalões de valores das obrigações relevantes.

⁸⁸ MUELLER (2011, 4-10), entende que esta lei não só trata heterogeneamente os vários tipos de investidores com a garantia de resgate governamental (passando esta ser a regra), beneficiando os que detêm activos nos bancos sis-

Por fim, também *a nível da UE* foi proposta pela CE uma extensão da Directiva em 2012, que aqui vamos apenas sinteticamente analisar.

Em traços muito gerais, esta proposta visa instituir o enquadramento de um regime especial de recuperação e resolução de instituições de crédito, empresas de investimento e certas instituições e companhias financeiras (art. 1.º), independentemente da sua dimensão e do seu âmbito empresarial, que, por terem uma função essencial de financiamento da economia e por serem demasiado grandes e interligadas, não podem ser sujeitas a um regime normal de insolvência, visando a prevenção de crises sistémicas e evitar que, em caso de colapso de uma ou mais instituições financeiras, sejam os contribuintes gerais a suportar os seus resgates.

No que aqui nos interessa, a proposta dispõe que todos os mecanismos nela previstos: deverão ser financiados pelas próprias instituições que deles beneficiem, indo desde empréstimos até aos sistemas de garantia de depósitos (art. 90.º a 99.º), estando os EM obrigados a implementar estes mecanismos. Este conjunto foi designado por «Sistema Europeu de Mecanismos de Financiamento», que é em grande parte suportado por contribuições (art. 91.º n.ºs 2 e 3), existindo ainda de meios de financiamento *subsidiários* (art. 96.º)⁸⁹.

As contribuições aí previstas são *ex ante* (art. 94.º) e *ex post* (art. 95.º). As primeiras, são cobradas em cada EM pelo menos anualmente⁹⁰, e são calculadas da seguinte forma: i) em regra, cada instituição contribuirá proporcionalmente à relação entre o montante total do seu passivo e o montante do passivo de todas as instituições (excepto os fundos próprios de cada instituição); ii) quando os sistemas de garantia de depósitos servirem de meios de financiamento,

temicamente relevantes, como torna os seus custos de financiamento menores e incentiva estes investidores a tomar posições mais arriscadas, sobretudo se o capital for abundante. Todavia, admite que para os investidores de activos sistemicamente irrelevantes, a nova lei vem refrear o seu “apetite” de risco, gerando assim um efeito controverso nos mercados financeiros.

⁸⁹ Note-se que todas as receitas e benefícios assim obtidos estão consignados à resolução destas instituições e são utilizados pela autoridade de resolução.

⁹⁰ Pois, de acordo com o art. 93.º, quando as despesas dos mecanismos forem superiores a 0,5% do valor dos depósitos as contribuições serão prorrogadas até quatro anos, ou indefinidamente até atingir 1% sempre que os montantes provenientes dos mecanismos de financiamento ficarem aquém de 1% do valor dos depósitos.

a contribuição de cada instituição será proporcional à relação entre o seu passivo e o passivo total das instituições (excepto os fundos próprios e os depósitos garantidos, para cada instituição). Contudo, em ambos os casos as contribuições serão ajustadas ao risco de cada instituição, atendendo a vários factores a especificar pela CE (v.g., a situação financeira, a exposição ao risco, a importância sistémica).

As segundas, são extraordinárias na medida em que apenas serão cobradas se os meios de financiamento dos mecanismos de financiamento forem insuficientes – tendo o mesmo método de cálculo das contribuições *ex ante* ⁹¹.

Fazendo agora uma análise geral de todas as FSC, notamos uma importante diferença entre os dois tipos de contribuições: as *ex ante* tem uma finalidade principal preventiva, visando estabilizar os mercados, pelo que têm taxas mais elevadas para desincentivar os comportamentos mais arriscados; as *ex post* tem uma finalidade principal compensatória⁹², fazendo o sector pagar pelos custos sócio-económicos que tem vindo a causar (*maxime* os dos resgates), pelo que as taxas são significativamente mais reduzidas, visando obter receitas para cobrir aqueles custos (sem afectar a base tributável).

Depois, entendemos que estas contribuições provavelmente serão repercutidas pelas instituições financeiras nos seus funcionários e/ou clientes, dependendo da elasticidade da procura dos serviços financeiros e da concorrência dos seus prestadores, sendo esta probabilidade tanto maior quanto maior a influência destas instituições sobre o financiamento da economia real, que na maioria dos casos atinge um estatuto quase oligopolista⁹³. Por outro lado, não podemos deixar de ser críticos quanto ao facto de algumas destas contribuições não serem consignadas a um fundo de resolução de crises, como sucede entre nós. Em teoria, seria aritmeticamente igual consignar o mesmo montante ao erário público ou a um fundo, pois um Governo sério e responsável faria uma justa e transparente administração da Coisa e do dinheiro Públicos. Contudo, na prática, devido

⁹¹ O RGICSF contempla um fundo de resolução e outro de garantia de depósitos, financiados também por contribuições (iniciais, periódicas e especiais) efectuadas pelos participantes – art. 153.º-F a I e 159.º a 162.º.

⁹² E não punitiva, ao contrário do que poderia parecer *prima facie*, pois a ser assim não estaríamos perante um tributo, mas perante uma sanção pecuniária, que exigiria uma ilicitude tipificada e uma censura jurídica.

⁹³ Não sendo estas observações, evidentemente, exclusivas deste tributo.

às constantes más gestões e confusões do dinheiro público, devemos ser mais cautelosos e afectar estas receitas tributárias a um fundo, que deve ser gerido por uma entidade independente ou pelo menos distinta do Governo, à qual devem ser imputadas responsabilidades sobre a sua gestão, sendo assim maior e mais fácil o controlo da sua transparência, à semelhança do que sucede na Alemanha. Cremos assim que, uma vez adoptado o modelo alemão, como parece, devíamos ter procedido a uma “adopção plena”, em nome do superior interesse público – até porque um fundo autónomo gerido por uma entidade reguladora específica tem a vantagem adicional de poder responder de imediato em caso de emergência financeira⁹⁴.

Temos, porém, consciência de que este fundo pode incentivar a tomada de posições mais arriscadas por parte das instituições garantidas, pelo que deve ser acompanhada por uma clara e precisa regulamentação sobre as condições de recurso ao mesmo, devendo prever-se, v.g., que a tomada de certas posições mais arriscadas sem o aval das autoridades de regulação e/ou supervisão pode conduzir à exclusão total ou parcial do acesso a esse fundo. No entanto, esse risco existe também se essas instituições tiverem garantias de resgate ou outro tipo de apoio financeiro governamental, talvez até de forma mais intensa, caso não exista um limite máximo de auxílio. Além do mais, esse «risco moral» poderia ser mitigado se estas contribuições complementassem outros tributos sobre o sector financeiro, em vez de os substituírem, dado que os resgates passariam a ser fundamentalmente custeados pelo sector.

⁹⁴ Neste preciso sentido vai também COTTARELLI (2010, 76).

Capítulo III

O Imposto Europeu sobre as Transacções Financeiras (ITF)

7. Algumas propostas académicas anteriores favoráveis à sua implementação

As propostas de criação de um tributo incidente sobre transacções operadas no sistema financeiro são apenas relativamente recentes, tendo aquele sido já reivindicado por algumas vozes conhecidas⁹⁵.

7.1- *A sugestão de John Maynard Keynes*

Na verdade, na década de trinta do século passado, durante a Grande Depressão que se seguiu ao *crash* de *Wall Street* em 1929, KEYNES (1996, 159 e s., especialmente 166-169), no Capítulo 12 (“Estado da expectativa a longo prazo”), chamou a atenção para o facto de os mercados financeiros serem controversos, pois se permitiam aos seus operadores financiarem-se e diversificarem o risco, também contribuía para o afastamento dos investimentos da economia real, sobretudo devido às crescentes actividades especulativas. KEYNES criticou assim a subordinação da economia real à economia de casino especulativa praticada nos mercados financeiros⁹⁶,

⁹⁵ Centramo-nos aqui nas mais relevantes propostas académicas contemporâneas, pois parece terem existido formas de *Stamp Duties* já na Roma justiniana. Mais recentemente, na era moderna, estes tributos surgiram na Holanda em 1624 e na Inglaterra em 1694 (onde tem sofrido várias alterações desde então até aos actuais *Stamp Duties* em vigor, tendo o 1986 *Finance Act* criado o *Stamp Duty Reserve Tax*, que incide sobre certas transacções ocorridas na bolsa de valores) – Stamp Taxes Manual (<<http://www.hmrc.gov.uk/so/manual.pdf>>, 11-17).

⁹⁶ A qual KEYNES comparou, quando realizada por profissionais, aos concursos organizados por jornais, relativamente aos quais os concorrentes teriam de escolher umas poucas fotografias de entre várias, ganhando aquele cuja selecção mais se aproximasse da preferência média do conjunto dos concorrentes, levando

uma vez que se haviam subvertido a lógica e a finalidade iniciais destes mercados. Por isso, defendeu que o acesso a estes “casinos” deveria ser dificultado em nome do interesse público, tendo mesmo sugerido um “imposto governamental substancial” sobre todas as transacções, como forma de refrear o crescente ímpeto puramente especulativo nestes mercados estadunidenses (em especial nas Bolsas de valores), devendo antes privilegiar-se os investimentos de longo prazo – que desta forma se encontravam fortemente prejudicados⁹⁷.

7.2- *A(s) proposta(s) de James Tobin*

Todavia, só cerca de quarenta anos depois⁹⁸ surgiu uma nova proposta, desta feita por James TOBIN (1978), na linha de Keynes, indevidamente conhecida como a “taxa Tobin”.

Devido à desregulamentação dos mercados financeiros após a cessação do acordo de *Bretton Woods*, estes tornaram-se mais dinâmicos e especulativos. Por defender que o real problema de base era o da “excessiva mobilidade internacional de capital financeiro privado”, que as trocas de moeda transmitiam os distúrbios originários dos mercados financeiros internacionais, não sendo os governos e economias nacionais capazes de acompanhar os (nem de se ajustar aos) massivos fluxos de fundos internacionais sem sacrificar significativamente os objectivos de política económica nacional, bem como que a especulação sobre as taxas de câmbio provocava “reais consequências económicas internas”, propôs que se lançasse “alguma areia nas engrenagens dos excessivamente eficientes mercados monetários internacionais”. Para o efeito, retomou a proposta que havia elaborado em 1972, e que consistia num “imposto internacionalmente uniforme sobre todas as conversões à vista de uma moeda para outra, proporcional à dimensão da transacção”, com uma taxa

cada concorrente a seleccionar não aquelas fotografias de que mais gosta ou pensa que os outros gostam, *mas aquelas que cada um julga ser a opinião geral para a opinião geral, suspeitando que alguns agentes elevariam a especulação a níveis mais abstractos* (1996, 166). Esta metáfora ficou conhecida como o «concurso de beleza de Keynes».

⁹⁷ Pois o Autor entendia que a grande diferença entre a Bolsa de Valores de Londres e *Wall Street* residia mais nos custos de transacção e na proporção dos agentes (por eles influenciada), do que nas suas características subjectivas.

⁹⁸ Fundamentalmente devido ao facto de os mercados financeiros se encontrarem relativamente estáveis durante a vigência do acordo de *Bretton Woods*.

de 1% e que teria um efeito dissuasor sobre os investimentos especulativos de curto prazo e sobre a volatilidade, ao mesmo tempo que praticamente não afectaria os investimentos de longo prazo. Este imposto seria administrado por cada governo na sua jurisdição, e incidiria sobre todas as aquisições de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira.

Poderiam ocorrer tentativas de evasão fiscal, todavia, como o próprio reconheceu, essas eventuais manobras evasivas seriam dispendiosas, pelo que o principal objectivo do imposto se manteria. Este tributo poderia também causar algum embaraço nas relações comerciais, por isso TOBIN previu a possibilidade de se criarem algumas áreas isentas de imposto.

Esta proposta inicial foi continuamente revista e trabalhada pelo Autor ao longo do último quartel do século XX (1994; 1996a; 1996b; 2000), após sucessivas crises económicas e financeiras internacionais, uma vez que nos mercados financeiros, graças às inovações tecnológicas em matéria de comunicação e informática, o capital se movimentava cada vez mais livremente dentro dos países (e sobretudo entre diversos países)⁹⁹, sendo esses movimentos maioritariamente compostos por especulações e arbitragens de curto prazo, que além de pouco ou nada contribuírem para os investimentos de longo prazo, distorciam os sinais que os mercados cambiais enviavam para os investimentos de longo prazo e para o comércio. O imposto, assim reformulado, deveria ter uma taxa situada entre os 0,5% e 0,1%¹⁰⁰, e manteria as duas finalidades principais. A somar a estas duas finalidades resta uma imensa receita potencial, inicialmente na ordem de 1 trilião, depois reduzida a de 94 biliões de dólares, ficando salvaguardados o comércio de matérias-primas

⁹⁹ Tendo mesmo afirmado que nos mercados financeiros o “sol nunca se põe” (1994, 70). Por outro lado, manifesta as suas preocupações quanto aos factos de cada vez mais e melhores jovens profissionais estarem a ser recrutados para os mercados financeiros, auferindo avultados rendimentos, desproporcionais à sua função social, bem como que estes mercados se estavam a transformar numa “economia de papel”, cada vez menos ligada à economia real (1984, 14-15).

¹⁰⁰ Desde 1994 até 2000, James TOBIN veio diminuindo gradualmente a taxa do imposto, visando torná-lo o mais inócuo possível para os investimentos de longo prazo e para a economia real, assim como para não estimular a deslocalização de capitais para zonas livres de imposto, tendo previsto que a taxa seria de 0,5%, passando depois para 0,25%, posteriormente para 0,2%, e finalmente para 0,1%.

e mercadorias, bem como os sérios compromissos de capital internacionais, dado o diminuto valor da taxa do imposto. Todavia, TOBIN advertiu para o facto de o imposto dever ser mundial e com uma taxa uniforme em todas as jurisdições, visando evitar a deslocação de capitais (sob pena de os países não cooperantes não obterem crédito ou assistência do FMI), e para o facto de boa parte das receitas dever ser consignada a finalidades internacionais (v.g. luta contra a pobreza). TOBIN propôs assim que se negociasse um acordo internacional que instituísse um sistema semelhante a um “mini *Bretton Woods*”, cujo administrador internacional seria o FMI ou outra instituição semelhante *ad hoc*, que teria por funções definir os elementos essenciais deste tributo, assegurar a sua harmonização e transferir as receitas acordadas para as designadas instituições internacionais. Contudo, se na sua proposta inicial TOBIN tinha previsto apenas a tributação das transacções à vista, ultimamente propôs que os contratos de derivados cambiais também integrassem a base tributável do imposto, uma vez que se visa igualmente estabilizar os mercados cambiais – cujo bom funcionamento considerou ser um bem público. Porém, este imposto TOBIN nunca chegou a vigorar, embora não falem tentativas de o “ressuscitar” [v.g. B. JETIN (2003), R. SCHMIDT (2007), LEADING GROUP (2011)].

7.3- *A proposta de Joseph Stiglitz*

Também STIGLITZ (1989), após o *crash* de 1987 (*Black Monday/Tuesday*), propôs um imposto sobre certas transacções financeiras, visando refrear a especulação e estabilizar os mercados financeiros. Segundo este Professor, a maioria das actividades de curto prazo nos mercados de acções são puramente especulativas (acreditando os seus intervenientes que podem “vencer o mercado” devido ao acesso a informação privilegiada/restrita, ou à crença na sua melhor interpretação do mundo face aos demais) e geram um retorno social inferior ao retorno privado, conduzindo a um equilíbrio de Pareto menor – principalmente devido aos excessivos gastos com a recolha de informação e com a inovação financeira. Assim, STIGLITZ propôs um imposto sobre este tipo de transacções financeiras, visando desencorajá-las e alcançar uma maior eficiência económica, ao mesmo tempo que permite a obtenção de receitas, acreditando

que um tal imposto não iria prejudicar nenhuma das funções vitais destes mercados¹⁰¹ (pelo menos quanto aos indivíduos que o Autor apelidou de “altamente informados” e de “desinformados”; já não quanto aos *noise traders*¹⁰² e aos que vivem à custa deles, que são os primeiros a ser afectados pelo imposto, uma vez que se relacionam com a especulação de curto prazo e com uma negociação mais frequente), devido à baixa taxa que teria e à dificuldade de mensurar a relação entre o nível de bem-estar e os negócios baseados em expectativas incorrectas. Além disso, o referido imposto poderia melhorar a mais importante função dos mercados de acções, a obtenção de capital, através da redução da volatilidade e da especulação de curto prazo, ao mesmo tempo que poderia incentivar os investimentos de longo prazo, aumentando assim a eficiência económica. Este imposto sobre as transacções operadas nestes mercados, (podendo, porventura, estender-se aos demais mercados de capitais) teria uma taxa variável entre 0,5% e 1% do valor das transacções, e seria mais vantajoso do que tributos similares, nomeadamente do que o imposto sobre ganhos de capital (pois este permite oportunidades de arbitragem, distorce os períodos de detenção individuais e pode aumentar a volatilidade dos preços). Todavia, este Professor adverte para o facto de o imposto sobre transacções poder manifestar dificuldades em tributar equitativa e eficientemente as diversas categorias de activos, bem como poder reduzir o retorno das poupanças e consequentemente as próprias poupanças. Para estes dois casos propôs a tributação dos contratos de opções e uma menor tributação dos investimentos de longo prazo à medida que aumenta a sua longevidade, respectivamente.

7.4- *A Proposta de Lawrence e Victoria Summers*

Também L. SUMMERS/V. SUMMERS (1989), preocupados com a evolução e perturbações dos mercados financeiros, avançam uma proposta de STT, na esteira das propostas teóricas anteriores de

¹⁰¹ Segundo este Professor são a troca, a informação e as funções de aumentar/obter capital (1989, 104).

¹⁰² Agentes que que investem com base na sua percepção dos movimentos do mercado em vez dos seus fundamentos (v.g. médicos e reformados), apostando na obtenção de informação antecipadamente face aos demais agentes.

KEYNES e de TOBIN, e de alguns exemplos práticos existentes à época, como o SD britânico, e os STT japonês e estadunidense.

O tributo proposto consistiria num imposto sobre as transacções de valores mobiliários, visando refrear as excessivas especulação e instabilidade ocorridas nos mercados financeiros e obter consideráveis receitas fiscais, não obstante algum receio de perda de competitividade internacional dos mercados financeiros estadunidenses, que poderia ser contornado com a harmonização da estrutura e aplicação deste imposto ou tributando as transacções que ocorram fora dos EUA e que tenham como beneficiários principais entidades americanas. Entendem que este imposto poderia diminuir os excessivos níveis de volume de transacções e liquidez nos mercados financeiros, o que poderia ser benéfico para os mesmos, pois estimulam a especulação nociva e desestabilizam os mercados financeiros, penalizando assim os especuladores de curto prazo sem afectar significativamente os investidores de longo prazo – que poderiam ser até incentivados.

Para o efeito, o aludido imposto deveria ter uma taxa baixa, *v.g.* 0,5%, e incidiria objectivamente sobre as transferências de valores mobiliários e seus equivalentes comercializáveis (*e.g.* juros e dívida), embora pudessem e devessem ser estabelecidas algumas isenções, devidamente ponderadas (*v.g.* os títulos de dívida pública; as transacções que constituam meras mudanças de local de organização, identidade ou forma, bem como as verdadeiras recapitalizações empresariais), pois estas isenções são potenciais geradores de distorções, de evasão fiscal e de receitas cessantes. Contudo, advertem para o facto de a tributação dos instrumentos financeiros derivados por um imposto de incidência *ad valorem* ser complexa¹⁰³, de tal forma que no Japão e no Reino Unido alguns deles se encontravam isentos. Depois, o imposto deveria incidir sobre todas as transacções que envolvessem beneficiários efectivos americanos, independentemente do local da transacção; sobre os activos estrangeiros transaccionados por entidades americanas ou registadas nos mercados americanos; sobre as entidades estrangeiras que utilizem os

¹⁰³ Por exemplo, as questões de saber se é o valor dos activos subjacentes, dos contratos de derivados, ou ambos que está sujeito ao imposto; se hão-de tributar-se os instrumentos derivados cujos activos subjacentes estejam isentos ou vice-versa; ou se devem tais instrumentos ser tributados, pois também cobrem riscos.

mercados financeiros ou intermediários estadunidenses, bem como sobre as entidades isentas de imposto (como regra geral). Tudo isto iria desincentivar as transacções internacionais, o que teria como consequência a inibição das actividades especulativas e da volatilidade dos preços. Porém, os Autores chamam a atenção para o facto de o imposto assim desenhado poder conduzir a situações de dupla tributação, que poderiam ser evitadas ou atenuadas por tratados internacionais ou por sistemas de crédito, ou ao invés, poderiam ser permitidas e usadas como um mecanismo proteccionista dos mercados dos EUA. Além do mais, iriam ocorrer várias transacções cuja tributação estaria dependente de denúncia voluntária, assim como poderia ser efectuada a tributação de algumas transferências de bens registadas nos EUA, proibindo-se o adquirente de alterar o registo sem provar ter pago o imposto.

Quanto à cobrança do imposto, os Autores defendem um sistema de registo simples e de recolha centralizada em que: os correctores, as Bolsas e os emitentes dos instrumentos transaccionados sujeitos ao imposto agiriam como agentes de cobrança; as transacções que imponham a alteração do registo de propriedade efectuadas directamente entre entidades não emitentes seriam cobradas pelo agente da transacção ou não seriam validamente efectuadas sem a prova do pagamento do imposto; todas as demais transacções seria sujeitas a denúncia voluntária.

Por fim, estimam que um tal imposto gerasse cerca de 10 biliões de dólares anuais, dependendo do desenho fiscal concreto.

8. Alguns relatórios institucionais precedentes

Como dissemos acima, pelo menos desde os anos 30 do século passado que a tributação do sector financeiro tem vindo a ganhar crescente relevo académico e empírico, sobretudo com Keynes. Este interesse foi renovado, primeiro por Tobin após a cessação do acordo de Bretton Woods, depois por sucessivos Autores após o crash de 1987 (e.g. J. STIGLITZ, SUMMERS E SUMMERS, R. ROLL). Daí em diante, o debate em torno destes impostos tem oscilado bastante, reacendendo-se sempre que surgia uma crise financeira – e a actual não foi excepção.

Neste ponto vamos centrar-nos apenas nos estudos poste-

riores à eclosão da recente crise financeira, dadas as suas novidade, pertinência e relevância.

Assim, na sequência da recente crise, tiveram lugar várias cimeiras dos líderes do G-20 sobre a situação económica e financeira mundial¹⁰⁴, visando fundamentalmente acordar sobre como: reforçar e melhorar a regulação financeira; promover a coordenação fiscal e monetária; estabelecer um processo de avaliação mútua para um mais forte, equilibrado e sustentável crescimento; obter uma consolidação orçamental; reformar e estabilizar os mercados financeiros; reforçar as relações com (e o papel de) algumas organizações internacionais (v.g. FMI, OMC, OCDE, BM) – seguindo sempre uma linha antiproteccionista. Impulsionados por estas cimeiras¹⁰⁵, têm sido avançados estudos a nível supra ou trans-estadual sobre a tributação do sector financeiro, incluindo um ITF incidente não só sobre as bolsas de valores (como sugeriu KEYNES), nem apenas sobre as transacções cambiais (como na proposta inicial de Tobin), mas também sobre as transacções da generalidade dos instrumentos financeiros ocorridas em mercados organizados e não organizados, com o fito de estabilizar os mercados financeiros, arrecadar receitas e fazer o sector financeiro contribuir mais equitativamente para o erário público e para os custos das crises financeiras¹⁰⁶. Alguns dos mais relevantes foram os da COMISSÃO EUROPEIA, da FUNDACIÓN IDEAS, do FMI, do LEADING GROUP ON INNOVATIVE FINANCING FOR DEVELOPMENT (LGIFD), apesar de não serem todos favoráveis ao ITF¹⁰⁷

¹⁰⁴ Cronologicamente, ocorreram desde Washington a São Petersburgo, entre 2008 e 2013. O conteúdo destas cimeiras consta das várias declarações disponíveis em <https://www.g20.org/official_resources/library>.

¹⁰⁵ Sobre tudo pela de Pittsburgh, onde se fala expressamente de políticas financeiras de apoio ao sector financeiro, incumbindo o FMI de elaborar um relatório sobre as opções tributárias para fazer o sector financeiro contribuir justa e substancialmente para os custos fiscais das crises financeiras – Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit (Setembro de 2009, 10).

¹⁰⁶ Pois existem estudos, propostas e efectivas implementações unilaterais de tributos semelhantes um pouco por todo o mundo – alguns dos quais anteriores à recente crise (v.g. o Relatório do Grupo Técnico sobre mecanismos financeiros inovadores).

¹⁰⁷ Respectivamente, CE (CSWD, 2010a, 20-27; 2010b, 10-11 e 13-20), FUNDACIÓN IDEAS (2010, 15-71, sobretudo 55-71), FMI (2010, 8, 19-21 e 23), LGIFD (2011, 25-86, sobretudo 33-86).

8.1. Os relatórios da CE e do FMI

Em Abril (e depois em Outubro) de 2010, a CE pronunciou-se sobre um ITF de ampla incidência, considerando serem os seus efeitos sobre a eficiência e estabilidade financeiras algo incertos, pois, enquanto que alguns estudos empíricos parecem indicar que o ITF tem um impacto negativo sobre o volume de transacções e sobre a volatilidade dos preços, outros apontam no sentido de reduzir as *noise trading* e as *HFT*, reduzindo a especulação e a volatilidade nocivas, e aproximando os mercados financeiros dos valores económicos fundamentais. Todavia, segundo a CE, é extremamente difícil distinguir a especulação nociva da necessária, assim como a relação entre os custos, o volume e a volatilidade dos preços das transacções, sendo que os efeitos do ITF dependem muito do desenho concreto do imposto e das características dos mercados financeiros sobre que incide (e dos subsectores que abrange). Além do mais, parece dar como demonstrado que o horizonte temporal não é um bom indicador de eficiência, dado que boa parte das transacções de curto prazo estão relacionadas com actividades comerciais, bem como que a crise não foi provocada pelo excesso de transacções, mas antes pelas excessivas alavancagem e tomada de posições arriscadas. Considera assim que o ITF pode dificultar a eficiência dos mercados financeiros, aumentando os custos do capital empresarial e da distribuição do risco financeiro (pois incide sobre o valor notional dos contratos de derivados – i.e., sobre o número de activos subjacentes multiplicado pelo valor à vista de cada – que é muito superior ao valor dos fluxos de dinheiro reais relativos à transmissão dos derivados, elevando bastante a taxa fiscal efectiva face à nominal; e incide também sobre os valores brutos, gerando um «efeito cascata» contrário ao princípio da neutralidade)¹⁰⁸. Por fim, pode ainda reduzir as receitas fiscais gerais ao afectar a economia real, que é a base tributária geral.

Quanto à incidência efectiva do imposto, devido à falta de dados concretos, não é certo que corresponda à legal, podendo ser suportada pelos negociantes, empresas, mercados organizados, clientes financeiros ou governos. Por outro lado, com base na expe-

¹⁰⁸ Sendo que a não tributação de certas entidades e operações seria um pouco contrária ao princípio da ampla tributação, destinada a estabilizar o sector financeiro.

riência britânica do *stamp duty*, estima-se que as dificuldades administrativas sejam diminutas, apesar de este ter uma base mais estreita do que a do ITF – e.g., usando os sistemas de compensação e liquidação centrais. Todavia, a CE alerta para a possível contrariedade do ITF face ao TFUE, sobretudo quanto às operações cambiais, por restringir a liberdade de circulação de capitais entre EM e entre estes e Estados terceiros, restrição dificilmente justificável, e ainda por ser desproporcional, dado que outros meios menos onerosos podem ser empregues para obter receitas (estes argumentos podem estender-se, *mutatis mutandis*, ao GATS)¹⁰⁹. No que toca às receitas estimadas para um ITF europeu de 0,1% sobre uma base alargada, calcula-se que se situem entre os 145 biliões e os 372 biliões de euros (passando a situar-se entre 57 e 64 biliões de euros no caso do ITF excluir da sua base os instrumentos derivados e os mercados OTC, já que 80% a 90% das receitas proviriam das transacções de instrumentos derivados nos mercados organizados e OTC)¹¹⁰. Contudo, entende que estes valores podem estar inflacionados, pois dependem do valor nominal dos contratos de derivados, de difícil tributação, bem como que os valores se baseiam em dados de 2006, ano de excepcionais volumes das transacções e preços dos activos – acrescentando que factores importantes como a evasão fiscal, o planeamento fiscal, a deslocação de capitais, entre outros, podem desempenhar um papel decisivo na obtenção de receitas. Por outro lado, na falta de acordos europeus e/ou internacionais, existiria uma

¹⁰⁹ Mais crítico se revela o FMI, que apesar de entender que a FSC pode ser complementada com um imposto sobre o sector financeiro, considera que o ITF não é o tributo adequado para prosseguir os fins gizados pelo G-20, pois não é a melhor forma de financiar um mecanismo de resolução, de combater as fontes principais da instabilidade financeira, nem de incidir sobre os ganhos do sector financeiro, preferindo claramente o IAF para esse efeito (2010, 19-20 e 26, respectivamente). Na verdade, o FMI critica o ITF, refutando os principais argumentos invocados pelos seus defensores, entendendo que não é apto para: 1) reduzir as transacções em excesso; 2) reduzir as bolhas especulativas, nem para orientar as transacções para o longo prazo; 3) reduzir a volatilidade dos preços; 4) não se repercutir na economia real; 5) angariar receitas (pois ao tributar as transacções B2B e ao gerar um efeito cascata está a diminuir as receitas totais, distorcendo a economia); 6) resistir ao planeamento fiscal e à engenharia financeira. Contudo, entende que o ITF não deve ser excluído com base nas dificuldades de implementação.

¹¹⁰ Já o FMI estima que um ITF de 0,01% sobre uma ampla base tributável poderia gerar cerca de 200 biliões de dólares anualmente (2010, 19).

indesejável assimetria entre os Estados, quer do ponto de vista da obtenção e repartição das receitas, quer do ponto de vista fiscal e económico (porque as diferentes taxas e bases fiscais entre os Estados gerariam distorções económicas, *maxime* a nível concorrencial), requerendo-se soluções globais. Por estas razões entende que, se o ITF for considerado viável, deve ter uma ampla base tributável e regras claras de incidência, devendo ser adoptado pelo maior número possível de Estados, para minimizar alguns dos seus inconvenientes – apontando o SD britânico, entre outros, como exemplo de um imposto semelhante em vigor.

8.2. O relatório da *Fundación Ideas*

Um outro relatório relativo à tributação do sector financeiro, em especial ao ITF, é o da FUNDACIÓN IDEAS, de Maio de 2010, elaborado para o G-20 e liderado por J. STIGLITZ.

Partindo dos pressupostos de que o sistema financeiro internacional está subtributado (em parte devido à isenção do IVA e impostos semelhantes sobre os serviços financeiros) e sub-regulado (v.g. *hedge funds*, derivados OTC), duas situações que contribuíram para a emergência da recente crise financeira, procedeu-se à análise de alguns aspectos dos tributos sobre a banca e sobre as mais-valias financeiras, bem como de um ITF.

Começa por considerar que este último é um tributo mais amplo, que pode abranger mais ou menos instituições e instrumentos consoante as características destes e, sobretudo, dos fins que visa prosseguir, considerando-o o instrumento tributário que melhores resultados pode alcançar. Para tal, o seu desenho deve ser cuidadosamente estabelecido, devendo atender-se a quatro aspectos essenciais: i) o tipo impositivo; ii) a base tributável; iii) a aplicação geográfica; iv) a regulação e coordenação. Defende-se assim um ITF que incida sobre todas e cada uma das operações financeiras – instrumentos originários e derivados, negociados em mercados organizados e OTC, nacionais e internacionais, visando causar o mínimo de distorções e obter o máximo de receitas possíveis, com diminutas taxas - entre 0,01% e 0,05% do valor nominal - em função do tipo de operações e do seu risco, para apenas reduzir o volume de transacções mais nocivas sem afectar as relacionadas com a economia

real, cuja cobrança e controlo seriam efectuados através de câmaras de compensação nacionais. O seu âmbito de aplicação deveria ser global (embora possa ser também regional ou pelo menos operar nos principais centros financeiros em cada fuso horário) e seria criado um novo organismo internacional de regulação e supervisão financeira.

As receitas anuais geradas por um tal ITF variariam entre 333 biliões e 1,34 triliões de euros a nível mundial, ou entre 146 biliões e 586 biliões de euros para a UE, e poderiam ser utilizadas para a dotação de um fundo de resolução (que poderia estabilizar o sistema financeiro e consolidar os orçamentos nacionais, dado que seria financiado pelo próprio sistema e aliviaria os contribuintes gerais, embora entendam que este fundo potencia o «risco moral») e/ou para financiar bens públicos globais (*maxime* a luta contra a pobreza e a estabilidade financeira global e dos preços dos alimentos). Consideram assim que um amplo ITF iria dissuadir as operações de muito curto prazo, prevenir o excesso de liquidez e a formação de bolhas especulativas, devendo incidir sobre o maior número de operações, operadores e centros financeiros possíveis, de forma a atingir os seus dois objectivos: a estabilização financeira e a obtenção de receitas. Todavia, julgam que antes de estabelecer qualquer tipo de tributação do sector financeiro é crucial melhorar a regulação do mesmo, passando a incluir também as actividades de *shadow banking*¹¹¹.

8.3. O relatório do *Leading Group*

Em Junho de 2010, o LEADING GROUP¹¹² elaborou um relatório destinado a avaliar a idoneidade de diferentes mecanismos de financiamento dos «bens públicos globais», tendo por premissas que

¹¹¹ Em sentido semelhante vão os relatórios do TUAC (2010) e da ONU (2010), que apesar de reconhecerem alguns inconvenientes ao ITF (v.g. deslocalização, a redução da eficiência dos mercados, repercussão, dupla/nula tributação, partilha de receitas, restrições legais), entendem que não seriam mais onerosos do que os de outros tributos, sendo um meritório tributo correctivo e gerador de receita se devidamente desenhado e coordenado internacionalmente – sendo ainda de fácil implementação e cobrança através de sistemas electrónicos.

¹¹² Organismo internacional criado em 2006 para “promover discussões e acções sobre como elaborar mecanismos inovadores de financiamento do desenvolvimento”.

a globalização da economia criou oportunidades e problemas novos numa escala também global, existindo todavia um défice de financiamento destes bens públicos e desafios globais que pode conduzir a diversas crises globais – “dilema da solidariedade global”. Assim, esta organização entende que deve ser o sector financeiro a contribuir para o financiamento dos «bens públicos globais», desenvolvimento e estabilidade económicos, como beneficiário da globalização e responsável pelas crises globais, e por estar intimamente relacionado com a economia global. Este relatório, após analisar vários potenciais tributos globais (e.g. IVA, IAF, ITF), em função dos critérios da *suficiência* (das receitas para financiar os bens públicos), do *impacto económico* (nível aceitável de distorções económicas), da *viabilidade* (exequibilidade técnica e jurídica) e da *adequação e sustentabilidade* (das receitas), conclui que o tributo mais adequado aos fins visados é uma contribuição global sobre todas as transacções cambiais que ocorrerem nos principais mercados cambiais mundiais (Contribuição Solidária Global), que seria cobrada de forma centralizada, visando-se a sua repercussão por toda a economia de forma a financiar homogeneamente os bens globais¹¹³. As receitas geradas seriam consignadas a um fundo específico destinado a financiar estes bens (Fundo Solidário Global), a cargo de uma entidade criada para o gerir. Apesar de preferir uma contribuição Tobin, este relatório refere-se ainda ao ITF, embora não lhe seja muito favorável. Segundo os critérios acima descritos, o relatório afirma que: 1) o ITF não é suficiente para os propósitos visados, pois as receitas não serão tão elevadas como afirmam alguns defensores, embora considere que as estimativas do FMI pequem por defeito; 2) o impacto nos mercados financeiros é incerto, dada a controvérsia gerada entre defensores e opositores do ITF, embora entenda que o caso sueco esteja sobre-estimado, dado que o desenho concreto do imposto sueco terá sido determinante no seu insucesso; 3) o ITF é técnica e juridicamente viável (v.g., através de sistemas de compensação electrónicos centrais e de tratados tributários regionais ou internacionais), apesar de existirem alguns obstáculos jurídicos como a restrição à liberdade de

¹¹³ Sublinhando o facto de os outros tributos não serem «adequados à tarefa de enfrentar o “dilema da solidariedade global” e do financiamento de “bens públicos globais”», sujeitando-se aos problemas da “assimetria de arrecadação de receitas” e das “receitas domésticas” – *ibidem*, 71.

circulação de capitais a nível da UE e da OMC/GATS; 4) o ITF não é sustentável a longo prazo, nem adequado a financiar bens públicos globais, pois as transacções financeiras não estão todas igualmente associadas à globalização económica, além disso o ITF poderia afectar desproporcionalmente os países que abrangem os maiores centros financeiros e geraria problemas de “receita doméstica” (dado que seria cobrada nacionalmente). Contudo, considera que o ITF poderia ser uma “valiosa fonte de financiamento” auxiliar dos bens públicos globais. Por fim, deste estudo ressalta a importância dos sistemas de compensação, recolha e troca de informação centralizados (v.g., RTGS, SWIFT, CLS Bank), que poderiam ser instrumentalizados para fins tributários – como sucede no RU – bem como as medidas adicionais a serem exigidas para a viabilização de tais tributos (v.g., de capital e ou de validade jurídica dos contratos financeiros)¹¹⁴.

¹¹⁴ Anteriormente a este relatório, o do GRUPO TÉCNICO SOBRE MECANISMOS FINANCEIROS INOVADORES (2004, 31-36 e 68 – um precursor do LGIFD) já propunha, entre outras medidas, a tributação das transacções financeiras como meio de financiamento dos objectivos de desenvolvimento do milénio, apontando as suas principais vantagens (e.g. elevado potencial gerador de receitas, diminuto impacto negativo nos mercados, podendo mesmo corrigir certas externalidades negativas) e obstáculos (e.g. a evitação e evasão fiscais, o efeito cascata, a distinção das actividades financeiras socialmente úteis das prejudiciais, repercussão) - referindo especialmente um imposto sobre transacções cambiais. Este relatório conclui que a tributação do sector financeiro internacionalmente coordenada, com diminutas taxas de imposto, poderia gerar avultadas receitas sem prejudicar o normal funcionamento dos mercados e sem causar distorções significativas. Importa ainda referir que o LEADING GROUP (2011b, sobretudo 16-31) elaborou uma proposta de tratado internacional multilateral sobre o ITF, bastante detalhada e complexa, que visa implementar um ITF de ampla incidência objectiva e subjectiva (abrangendo todos os agentes, instrumentos e mercados dentro da zona ITF delimitada pelo tratado), e com varias taxas diminutas - consoante os tipos de instrumentos e transacções (entre 0,05% e 0,2%) - utilizando mecanismos de cobrança electrónicos centralizados, devendo os Estados contratantes agir coordenadamente entre si e com diversas organizações internacionais em tudo o que diga respeito ao ITF, a fim de obter a sua correcta aplicação e evitar planeamentos/evasões fiscais e outras distorções. Os seus objectivos principais são a obtenção de receitas (destinadas a um fundo *ad hoc* para o financiamento de bens públicos globais) e a estabilização e eficiência dos mercados financeiros.

9. A primeira proposta de Directiva de um ITF europeu

9.1- Contexto e objectivos

Apesar de alguns Autores, por motivos vários, defenderem a necessidade de um ITF global, devido à dificuldade de alcançar um consenso mundial sobre uma matéria tão sensível e cara, após a pronúncia de alguns órgãos comunitários¹¹⁵ (uns mais favoráveis do que outros) e depois de consultar vários estudos e entidades, a COMISSÃO EUROPEIA adoptou uma proposta de Directiva do Conselho relativa a um ITF europeu, datada de 28 de Setembro de 2011 [COM(2011) 594 final]¹¹⁶.

Segundo a exposição de motivos e a avaliação de impacto, considerando que o sector financeiro está subtributado, que foi o grande responsável pela actual crise económico-financeira e atendendo ao facto de boa parte dos EM terem adoptado medidas tributárias unilaterais, esta proposta visa uma harmonização fiscal a nível

¹¹⁵ V.g. o CONSELHO EUROPEU, nas suas conclusões de Dezembro de 2009, salientava já a importância de envidar estratégias pós-crise credíveis e coordenadas, sugerindo, entre outras medidas, um imposto global sobre transacções financeiras (3-6, sobretudo paragrafo 15). Também a CE, na sua comunicação sobre a tributação do sector financeiro [COM(2010) 549 final], defendeu que o sistema fiscal deve prosseguir os objectivos visados depois com as propostas de ITF, considerando o IOF preferível para responder às solicitações globais e o IAF mais adequado para responder aos desafios da UE numa primeira fase. Em resposta a esta comunicação, o CESE elaborou um parecer (JOUÉ C 248, de 25 de Agosto de 2011), no qual aplaude as iniciativas da CE, apesar de fazer algumas advertências importantes, defendendo a harmonização fiscal face à introdução unilateral destes tributos, de preferência a nível global, bem como a coordenação da regulação e da tributação do sector, questionando a isenção do sector em sede de IVA, e entendendo dever observar-se os impactos de tais tributos sobre o sistema financeiro e a economia real, segundo a capacidade de financiamento e de cumprimento das instituições financeiras.

¹¹⁶ Proposta esta que pode ser um primeiro passo dado rumo a uma tributação global do sector financeiro. Nota-se, contudo, uma certa ambiguidade na argumentação, pois se em 2011 se prefere o ITF, em 2010 a CE parecia não ser desfavorável ao IAF, tanto a nível de arrecadação de receitas, como de eficiência económica e reguladora, questionando-nos se os argumentos não variarão consoante as conveniências políticas.

da UE que atinja simultaneamente os objectivos de estabilização dos mercados financeiros (desincentivando certos instrumentos e comportamentos mais arriscados em complemento das actividades de regulação do sector), de consolidação do mercado interno de serviços financeiros (contribuindo para a consolidação de todo o mercado comum), de obtenção de Justiça (fazendo o sector financeiro contribuir de forma mais justa para os custos da crise – justiça social – e de forma fiscalmente mais equitativa, independentemente da crise, dado o estado de subtributação do sector financeiro – justiça fiscal). Além do mais, em consonância com as propostas sobre o sistema de recursos próprios da UE¹¹⁷, vislumbra-se no ITF não só uma fonte de receitas, mas também um novo meio de financiamento do orçamento da UE, que transfere parte da carga fiscal dos orçamentos dos EM para o sector financeiro. Sublinhe-se que esta proposta de ITF se insere num programa mais amplo de regulação e supervisão dos mercados financeiros a nível europeu, que visa um melhor funcionamento do mercado interno, devendo o ITF complementá-lo. Esta harmonização fiscal tem assim várias finalidades: umas de ordem extrafiscal, pois visa estabilizar os mercados financeiros e evitar as distorções económicas no mercado único causadas pela tributação unilateral dos EM, bem como diminuir a carga fiscal dos EM; e outra de ordem fiscal ou financeira, visando aumentar as receitas da União Europeia. Por outro lado, esta proposta integra uma avaliação de impacto do ITF sobre o sector financeiro, atentos os objectivos acima referidos, que assinala as suas desvantagens (e.g., a redução do volume de transacções financeiras na UE; diminuindo o PIB em cerca de 0,5%) e vantagens (e.g., tem uma ampla incidência objectiva e subjectiva, taxas adequadas à minimização do seu impacto, baseia-se no princípio da residência, exclui e isenta certas actividades e sujeitos intrinsecamente ligados à economia real), julgando-se que influenciará certos comportamentos no sector financeiro (*maxime* as HFT, podendo diminuir o seu volume devido ao aumento dos custos por transacção) e que terá efeitos progressivos, afectando os titulares de maiores rendimentos.

Por fim, importa referir que a base jurídica desta proposta

¹¹⁷ V.g. Proposta de Decisão do Conselho relativa ao sistema de recursos próprios da União Europeia, de 29 de Junho de 2011 [COM(2011) 510 final], 5-6 e art. 2.º – e a sua versão alterada de 8/11/2011, COM(2011) 739 final.

consta do art. 113.º do TFUE, visando uma harmonização em matéria de impostos indirectos para assegurar um melhor funcionamento do mercado comum e para evitar distorções de concorrência entre as empresas (mas também a “concorrência fiscal prejudicial”¹¹⁸ e a dupla ou nula tributação). Contudo, os EM gozam de uma “margem de manobra” no que respeita à fixação das taxas acima do mínimo definido, às obrigações de contabilização e de comunicação, e ainda no que toca à prevenção da fraude, do abuso e da evasão fiscais, considerando-se respeitar os princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade, consagrados no art. 5.º do TUE, uma vez que esta tarefa, para ser bem sucedida, deve ser efectuada a nível da UE.

9.2. O conteúdo da Proposta

Esta proposta consubstancia-se em dezanove artigos, repartidos por quatro capítulos.

O *Capítulo I* trata do «*objecto, âmbito de aplicação e definições*» (art. 1.º a 3.º). Segundo o art. 1.º n.º 2, o ITF aplica-se a todas as operações financeiras desde que “pelo menos, uma parte na transacção seja estabelecida num EM e que uma instituição financeira estabelecida no território de um EM seja parte na transacção, quer agindo por sua própria conta, ou por conta de outrem, ou em nome de outra parte na transacção”. Porém, os n.ºs 3 e 4 procedem à exclusão do seu âmbito de aplicação de alguns sujeitos (v.g. o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira; as Instituições financeiras internacionais criadas pelos EM para a sua assistência financeira; as CPC, os Depo-

¹¹⁸ Muito sucintamente, consiste no facto de um país atrair investimento estrangeiro e/ou manter os seus contribuintes nacionais e/ou residentes, por força de um regime fiscal mais favorável, *maxime* através de diminutas taxas de imposto e/ou de fortes benefícios fiscais (senão mesmo a ausência de impostos acompanhada de uma inactividade económica substancial, de deveres de sigilo e de falta de transparência – paraísos fiscais), num contexto de uma economia global, prejudicando assim os demais países que se vêem privados de boa parte das receitas fiscais, aumentando a carga fiscal sobre os “cativos fiscais” e/ou diminuindo a despesa pública. Isto é sobretudo sentido no espaço comunitário europeu, uma vez que provoca distorções económicas no mercado comum, ao originar custos fiscais desiguais entre empresas que concorrem no mercado comum em condições de suposta igualdade, podendo mesmo considerar-se esta situação como um *dumping fiscal*, gerador de uma autêntica concorrência fiscal desleal – aparentemente permitida pelo direito comunitário.

sitários centrais de valores mobiliários) e transacções (a maioria das transacções ocorridas nos mercados primários; as efectuadas com o BCE e o Banco Europeu de Investimento, com a UE e a Comunidade Europeia da Energia Atómica e os seus organismos relativas ao Protocolo sobre os Privilégios e Imunidades da União Europeia; e ainda as transacções efectuadas com organizações ou organismos internacionais e com os Bancos centrais dos EM), respectivamente.

O art. 2.º, por seu turno, estabelece algumas definições basilares, das quais destacamos as transacções financeiras, as instituições financeiras e os instrumentos financeiros. As primeiras abrangem as compras e vendas de instrumentos financeiros não compensados nem liquidados; a transferência de instrumentos financeiros e operações análogas dentro de um grupo económico, desde que implique a transferência do risco inerente; e os contratos de derivados. As segundas, consistem num vasto leque de entidades: empresas de investimento, mercados regulados e quaisquer locais ou plataformas comerciais organizados, instituições de crédito, empresas de seguros e de resseguros, organismos de investimento colectivo em valores mobiliários, sociedades gestoras, fundos de pensões ou equivalentes, fundos de investimento alternativo, os gestores destes fundos, entidades de titularização com objecto específico e entidades instrumentais, assim como qualquer entidade que exerça uma actividade de emissão e transacção de instrumentos financeiros, de prestação de serviços conexos com a emissão, de aquisição de participações em empresas, e demais actividades, desde que representem uma parte significativa da sua actividade global. Já os terceiros, consistem em alguns dos “produtos” enumerados na secção C do anexo I da DMIF, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (v.g. valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário, derivados e suas variações complexas), por força da remissão feita pelo art. 2.º n.º 1 (2) e (3).

Por fim, o art. 3.º procede à enumeração dos critérios de atribuição às instituições financeiras e demais entidades do estatuto de estabelecidas num EM. Assim, o n.º 1 determina que as instituições financeiras são consideradas estabelecidas num EM quando: i) forem autorizadas pelas autoridades dum EM para realizarem certas transacções; ii) estejam sediadas num EM, ou tenham aí a sua residência habitual, domicílio ou sucursal; iii) sejam parte numa

numa transacção financeira (quer por conta própria ou de outrem) com uma instituição financeira ou com uma entidade não financeira, ambas sediadas num EM, ou desde que actuem em nome de uma parte numa transacção¹¹⁹. O n.º 4 considera estabelecidas num EM as entidades não financeiras, singulares ou colectivas, que aí tiverem o seu domicílio/residência habitual ou tiverem a sua sede ou sucursal (quanto às transacções realizadas por esta), respectivamente. Trata-se assim de um ITF geral, dado que incide sobre a maioria das transacções de instrumentos financeiros, tanto nos mercados organizados como nos mercados OTC, bem como sobre diversos sujeitos – apesar das diversas exclusões tributárias objectivas e subjectivas – com base no princípio da residência. Segundo a exposição de motivos desta proposta, o ITF incide sobre as transacções brutas de vários instrumentos financeiros, negociados em mercados organizados ou não, e respeita à assunção do risco decorrente de certos instrumentos financeiros (quer implique a transferência do direito de propriedade ou apenas a assunção de obrigações), incidindo sobretudo sobre as “transacções financeiras efectuadas por instituições financeiras”. Contudo, as muitas exclusões de incidência subjectivas e objectivas existentes são justificadas pela necessidade de preservação das condições de financiamento de algumas instituições financeiras, empresas e famílias, visando assegurar um escorreito funcionamento do mercado interno (v.g. empréstimos hipotecários e créditos ao consumo). Não obstante, julgamos que a redacção do art. 1.º n.º 2 é confusa, uma vez que não resulta claro se se exige que ambas as partes na transacção estejam estabelecidas num EM e uma delas seja uma instituição financeira, ou se se exige apenas que uma das partes na transacção seja uma instituição financeira estabelecida num EM! Julgamos que esta norma deve ser interpretada em articulação com os art. 3.º (relativo ao estabelecimento) e 9.º (quanto aos devedores do ITF), atentas as finalidades da proposta de Directiva, dando-se ênfase ao elemento teleológico, no sentido de se exigir que apenas uma das partes seja uma instituição financeira e que uma

¹¹⁹ Note-se que ao autorizar uma instituição a agir como tal (art. 3.º n.º 1 a)) parece consagrar o princípio do lugar da transacção – CSWP/IA (2013, 39). Contudo, o n.º 3 não considera a instituição financeira estabelecida num EM quando o responsável pelo pagamento do ITF provar que não existe relação entre a substância económica da transacção e o território de um EM, consagrando uma presunção legal de estabelecimento num EM.

delas esteja estabelecida na UE (nos termos do art. 3.º), de forma a alargar o âmbito de aplicação da norma e a fazer com que assim se cumpram os seus desígnios¹²⁰ – como parece resultar também da exposição de motivos. Por outro lado, aparentemente as operações cambiais à vista e certos produtos estruturados (v.g. *warrants*, certificados, e titularizações dos sectores bancário e segurador) ficam de fora do campo de incidência deste ITF, o que a nosso ver carece de justificação, pois apesar de o mercado cambial ser essencial numa economia global (e apesar de assim se poder incentivar a substituição dos derivados cambiais por estas operações), estas poderiam ser perfeitamente tributáveis, ainda que a taxas consideravelmente inferiores.¹²¹

O *Capítulo II* cuida da «*exigibilidade, valor tributável e taxas*» (art. 4.º a 8.º). De acordo com o art. 4.º, “o ITF é exigível para cada transacção financeira no momento em que esta é efectuada”, sendo ineficazes, para este efeito, os cancelamentos ou rectificações posteriores, salvo se existir erro (cremos que esta norma está pensada especialmente para as *HFT*, que são formas de negociação automática operadas através de sistemas tecnológicos de ponta, de forma a transaccionar milhares ou milhões de instrumentos financeiros em fracções de segundo, sendo, segundo alguns Autores, uma das fontes de especulação nociva que aumenta o volume de negócios e a volatilidade dos preços, visando desincentivá-las). Os art. 5.º e 6.º estabelecem os critérios de fixação dos valores tributáveis¹²² das

¹²⁰ Embora esta solução possa levantar alguns obstáculos a nível do Direito Internacional Público, bem como o facto de uma instituição financeira não residente num EM ser considerada como estabelecida se participar numa transacção financeira com uma entidade estabelecida num EM ou envolvendo activos aí emitidos - art. 3.º n.º1 e), g).

¹²¹ E.g., R. SCHMIDT (2007, 4 e s.) e o Relatório do LEADING GROUP (2011a, 51 e s.) avançam uma taxa de 0,005%. Não deixa de ser curioso que a primeira proposta efectiva de um imposto transnacional sobre os mercados financeiros deixe de fora aquele que outrora foi o seu objecto único - as operações cambiais à vista - até porque é o mercado com maior volume de transacções. Por outro lado, se as propostas de Tobin e da Comissão têm em comum o importante objectivo de estabilizar os mercados, as propostas de SCHMIDT e do LEADING GROUP visam apenas a obtenção do máximo de receitas para financiar bens públicos globais com o mínimo de distorções possível na economia real.

¹²² Ou seja, a matéria colectável ou *quantum* sobre que há-de incidir uma de (pelo menos) duas taxas, daí resultando a colecta, sendo este um imposto *ad*

transacções relacionadas e não relacionadas com contratos de derivados, não respectivamente. Assim, no que tange àquele artigo, mais uma vez a redacção é confusa. No entanto, e salvo melhor entendimento, julgamos que se deve interpretar o n.º 1 de forma a abranger as transacções enumeradas no art. 2.º n.º1, (1), a) e b), ou seja, deve entender-se que esta norma apenas exclui do seu âmbito de aplicação os contratos de derivados, aplicando-se às restantes situações previstas no n.º 1, (1). Desta forma, o valor dos instrumentos não derivados sobre que incide a taxa do imposto consiste, em regra, no montante pecuniário devido a título de contraprestação da transferência, coincidindo apenas o valor tributário com o preço de mercado (o que teria sido pago, pela mesma transacção em “condições normais de mercado”) vigente no momento da exigibilidade do ITF, nos casos de a contraprestação ser inferior ao preço de mercado e de transferência intragrupo daqueles instrumentos. Já o art. 6.º refere que, no caso dos contratos de derivados, o valor tributável consiste no “montante nocional” (montante nominal ou facial) daqueles contratos no momento da transacção financeira, sendo que em caso de concurso de montantes nomenclais vale o mais elevado¹²³. Porém, estes dois artigos devem articular-se com o art. 8.º, na medida em que este estatui que às transacções abrangidas pelo art. 5.º (transacções de instrumentos não derivados) se aplica uma taxa não inferior a 0,1%, e em relação às transacções abrangidas pelo art. 6.º (transacções sobre contratos de derivados) se aplica uma taxa não inferior a 0,01%¹²⁴. Não obstante, o art. 8.º diz mais: os EM devem aplicar as taxas em vigor no momento da exigibilidade do ITF, devendo as taxas ser uniformes relativamente a cada categoria de transacções. Isto significa que os EM têm uma certa discricionariedade para fixar as taxas de imposto acima dos montantes referidos para as diferentes transacções financeiras, devendo no entanto respeitar dois limites: um de ordem formal, a reclamar a segurança jurídica e a protecção da confiança dos contribuintes, na medida em que a taxa que vale é a

valorem (por oposição aos impostos de quota ou colecta fixa).

¹²³ D. SCHÄFER (2012, 78) entende que o ITF incide sobre a prestação de cada parte na transacção dos instrumentos não derivados e sobre o valor do activo subjacente dos contratos de derivados.

¹²⁴ Segundo a OXERA (2012, 2), as taxas efectivas são de 0,2% e 0,02%, já que incidem sobre cada posição contratual.

que estiver em vigor no momento da exigibilidade; e outro de ordem substancial, a reivindicar o princípio da igualdade, de forma a tratar como iguais as categorias de transacções iguais, e como desiguais as categorias de transacções desiguais, na medida daquela igualdade e desta desigualdade. Todavia, não podemos afirmar categoricamente que se trate do princípio da igualdade fiscal, aferido pela capacidade contributiva dos sujeitos passivos, uma vez que não resulta claramente da proposta qual seja o critério de agregação categorial, ou seja, o critério que permite considerar como iguais ou diferentes certas categorias de transacções financeiras. Por outras palavras, é duvidoso que a divisão de categorias tenha sido pensada com base no princípio da capacidade contributiva, podendo assentar antes na perigosidade das transacções, assim se dividindo aquelas que têm por base contratos de derivados das que não os têm por base (à semelhança do famigerado princípio do poluidor-pagador¹²⁵), uma vez que da exposição de motivos da proposta de Directiva apenas consta que as taxas devem aplicar-se a diferentes categorias objectivas tributáveis, dadas as diferentes natureza e características existentes entre os instrumentos financeiros em geral e os contratos de derivados. Estamos em crer, por isso, que estas dúvidas ‘essenciais’, aliadas aos objectivos traçados na presente proposta, respeitam à natureza jurídica do tributo, de que trataremos mais adiante.

Por outro lado, atendendo aos vários estudos e relatórios sobre este tema, parece-nos que ambas as taxas são um pouco elevadas, podendo falhar no alcance dos vários objectivos propostos, dado que poderão incentivar a deslocalização de capitais e empresas, a criação de instrumentos complexos para evitar o ITF, bem como atingir a economia real indirectamente, através de um mais escasso e encarecido financiamento¹²⁶.

¹²⁵ Ou melhor, o “princípio do desestabilizador/pagador”, segundo o Professor J. QUELHAS (2012b, 274).

¹²⁶ Ao contrário do que resulta da exposição de motivos, onde se lê que as taxas mínimas são suficientemente elevadas para alcançar a harmonização fiscal, mas suficientemente reduzidas para diminuir o seu impacto nos mercados. As taxas propostas vão ao encontro das propostas de S. SCHULMEISTER *et alii* (2008) e de J. TOBIN (1996, 2000), e são significativamente inferiores às propostas por J. STIGLITZ (1989) e por SUMMERS E SUMMERS (1989). Todavia, distam das sugeridas pela ONU (2010, 12) – entre 0,01% e 0,005%. Note-se ainda que a tributação de certas operações cambiais à vista foi proposta pelo PE nas suas resoluções legisla-

Por seu turno, o *Capítulo III* refere-se ao *pagamento do ITF, obrigações conexas e prevenção de fraude, evasão e abusos fiscais* (art. 9.º a 11.º). O art. 9.º, como já referimos acima, consagra como devedores do ITF, por cada transacção, todas as instituições financeiras que sejam parte ou ajam por conta própria, por conta ou em nome de outrem (sendo que, nestes dois últimos casos, se o ‘mandante’ for uma instituição financeira, esta será a devedora)¹²⁷.

Não obstante, as outras partes nessas transacções financeiras são subsidiária e solidariamente responsáveis¹²⁸, tendo ainda os EM a faculdade de prever que outras pessoas sejam solidariamente responsáveis (n.º 4) – apesar de ser duvidoso saber se se trata de outros devedores para além dos indicados nos números 1 a 3, ou antes em vez deles. De qualquer forma, a norma do art. 9.º n.º 4 parece destoar relativamente aos objectivos gizados pela proposta de Directiva, uma vez que os dois principais propósitos do ITF, em nosso entender, são fazer com que o sistema financeiro contribua mais equitativamente para as despesas públicas e estabilizar o sistema financeiro, pelo que não se compreende muito bem o facto de um estranho relativamente à transacção ser ‘solidariamente’ convocado para pagar o ITF, além de poder ter efeitos perversos no sistema financeiro, caso se interprete a norma no sentido de permitir a substituição dos intervenientes nas transacções por terceiros a elas estranhos, uma vez que assim se desresponsabilizaria aqueles com a assunção da «posição de garante» por parte de terceiros.

Já o art. 10.º, estabelece que incumbe aos EM definir as obrigações acessórias da obrigação de imposto destinadas a garantir que o ITF é efectivamente pago (e.g. contabilísticas, registais e de

tivas de Maio de 2012 (alteração 14) e de Julho de 2013 (alteração 20).

¹²⁷ Pois, o objectivo é tributar o sector financeiro e não os (restantes) cidadãos. Contudo, segundo a avaliação de impacto (CSWPIA, 2011, vol. 8, 5), se ambas as partes forem residentes o valor do ITF é dividido em partes iguais, se só uma das partes for residente, só esta paga ITF – neste sentido parecem ir VELLA *et alii* (2011, cfr. 611). Já a PWC (2013b, 19-20) afirma que cada parte de uma transacção paga a totalidade da taxa de ITF, o que não nos parece correcto atentos os art. 1.º, 2.º n.º 1 1), e 4.º n.º 1 (2011) e 2.º n.º 1 2), 3.º n.º 1 e 5.º n.º 1 (2013) das propostas de ITF.

¹²⁸ São apenas responsáveis subsidiariamente solidários, i.e., apenas se pode exigir de qualquer uma das partes duma transacção que pague quando a instituição financeira não respeitar os prazos de pagamento.

informação) bem como garantir que os seus devedores declarem todos os dados necessários para o apuramento do ITF que se tenha tornado exigível. Os EM devem ainda garantir que maioria das instituições financeiras prestam às autoridades competentes todas as informações relevantes quanto às transferências por si efectuadas e que o ITF é pago no momento em que se torna exigível (nas transacções electrónicas) ou nos três dias úteis após a sua exigibilidade (nos restantes casos) e que é pago de forma correcta. Quanto ao art. 11.º, estabelece que compete aos EM tomar as medidas necessárias para impedir a fraude, evasão e abuso fiscais, designadamente adoptando as disposições comunitárias relativas à cooperação em matéria administrativa e fiscal (e.g. elaborando relatórios e trocando informações relativas a operações financeiras), podendo a Comissão adoptar actos delegados para o efeito.

O *Capítulo IV* refere-se às «*disposições finais*» (art. 12.º a 19.º). Têm aqui especial interesse três artigos. O art. 12.º proíbe os EM de manterem ou introduzirem impostos sobre as transacções financeiras além do ITF e do IVA. O art. 15.º, por seu turno, altera o art. 6.º da Directiva 2008/7/CE (relativa aos impostos indirectos que incidem sobre reuniões de capitais), suprimindo a al. a) do n.º 1 e introduzindo o art. 6.º-A, que estabelece a precedência da proposta de Directiva do ITF sobre esta Directiva. Não obstante, a exposição de motivos da proposta sugere que o art. 5.º, n.º 2 daquela Directiva (relativo à não tributação indirecta de operações conexas com participações sociais e títulos de dívida – v.g. a criação e emissão) continua a ser aplicável, não sendo as operações desses títulos tributáveis sem sede de ITF. Já o art. 16.º incumbe a Comissão de apresentar quinquenalmente ao Conselho um relatório sobre a aplicação da Directiva (e eventualmente propostas de alteração) que contenha uma análise do impacto do ITF nos mercados financeiros e não financeiros, e sobre o mercado comum, atendendo à tributação do sector financeiro a nível internacional, o que é de aplaudir, não obstante considerarmos o período quinquenal demasiado amplo, atentas a dinâmica e complexidade dos mercados financeiros, sendo razoável exigir um acompanhamento da evolução e do impacto do ITF, pelo menos de dois em dois anos. Por fim, referiremos que, segundo a exposição de motivos, se estima que o ITF geraria na UE cerca de 57 biliões de euros anuais, que seriam destinados ao orçamento co-

munitário, ajudando assim à consolidação orçamental dos EM. Contudo, não podemos deixar de criticar a omissão relativa à ausência de critérios de repartição das receitas entre os EM, que nos parece ser uma questão importante ¹²⁹.

10. A segunda proposta de Directiva de um ITF europeu

10.1- Contexto e objectivos

Apesar dos objectivos e das boas intenções da proposta de ITF de 2011, bem como da Resolução Legislativa do PE e do Parecer do CESE¹³⁰, esta não foi adoptada pelos EM, pelo que não chegou a entrar em vigor. Num comunicado à imprensa, de 23 Outubro de 2012, justificou-se esta não adopção com a dificuldade dos EM em alcançar a unanimidade num período razoável.

Segundo o CSWPIA¹³¹, esta dissensão deveu-se ao facto de alguns EM: 1) recearem que as normas antideslocalização da proposta de ITF não fossem suficientes para travar uma deslocalização massiva da actividade financeira para jurisdições fiscalmente mais favoráveis; 2) considerarem o ITF prejudicial para o sector finan-

¹²⁹ Note-se ainda que a CE (CSWPIA, 2011, vol. 1, 45-55) aponta ao ITF várias eventuais desvantagens (e.g. aumentar os custos de capital; diminuir o PIB; gerar realocação/substituição, desemprego, repercussão e efeitos cascata B2B). Assim também VELLA *et alii* (2011, 611 e s.), questionando ainda a aptidão do ITF para alcançar alguns dos objectivos.

¹³⁰ Respectivamente, P7_TA(2012)0217, de 23 de Maio de 2012; e JO C 181, de 21 de Junho de 2012. Ambos são favoráveis à proposta de ITF de 2011, embora apenas com algumas clarificações conceptuais e alterações substanciais por eles introduzidas (e.g., segundo o PE, dever-se-ia aplicar a proposta a instrumentos financeiros emitidos por entidades jurídicas da UE, abranger algumas operações cambiais à vista, aplicar taxas mais baixas nos mercados regulados do que nos OTC, e a reforçar os mecanismos de cooperação e troca de informação; já o CESE entende que se deveria aliar ao princípio da territorialidade o da emissão de instrumentos financeiros, proceder a uma nova e aprofundada avaliação de impacto do ITF, reduzir as taxas sobre - ou isentar - os fundos de pensão).

¹³¹ Que acompanha a proposta de Directiva sobre uma cooperação reforçada relativa ao ITF, de 14 de Fevereiro de 2013 – SWD(2013) 28 final, 9.

ceiro e para a economia real; 3) considerarem desnecessária uma proposta de um sistema comum de ITF, preferindo acções unilaterais dos EM, coordenadas ou não¹³². Porém, inconformados com o destino que esta falta de consenso precipitava, onze EM (Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, França, Grécia, Itália e Portugal) dirigiram um pedido à Comissão no Outono de 2012, ao abrigo dos art. 20.º do TUE e 326.º e s. do TFUE (*maxime* 329.º n.º 1), formalizando a pretensão de constituir uma cooperação reforçada sobre o sistema comum de ITF e considerando necessária uma nova proposta de Directiva da Comissão para esse fim – embora fundamentalmente baseada na proposta de 2011. Subsequentemente, em 25 de Outubro de 2012, a Comissão propôs uma decisão do Conselho que autoriza uma cooperação reforçada relativa ao sistema comum de ITF [COM(2012) 631 final/2], tendo considerado que esta cumpre os requisitos legais exigidos pelos artigos acima mencionados, bem como os do art. 113.º do TFUE¹³³.

Assim, e após a Resolução Legislativa do PE (que aprovou a Proposta de Decisão do Conselho) e a posterior Decisão do Conselho (2013/52/UE, que autoriza a cooperação reforçada no âmbito do ITF)¹³⁴, a COMISSÃO EUROPEIA propôs uma nova Directiva do Conselho, que aplica uma cooperação reforçada no domínio do ITF, datada de 14 de Fevereiro de 2013 [COM(2013) 71 final], visando substituir a proposta de ITF de 2011.

De acordo com a exposição de motivos e o CSWPIA da recente proposta, esta baseia-se fundamentalmente na de 2011, mantendo os seus objectivos gerais e motivações. Contudo, a proposta

¹³² Não obstante, estamos em crer que a dificuldade de definir os critérios de cobrança e repartição das receitas do ITF pode ter desempenhado um importante papel.

¹³³ V.g., que pelo menos nove EM requeiram essa cooperação; que respeite a uma área abrangida pelos Tratados; que o tema não seja de competência exclusiva; que não só não prejudique o mercado comum como o consolide; que respeite as competências, direitos e deveres dos EM não participantes na cooperação.

¹³⁴ Respectivamente, disponíveis em <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0498&language=PT&ring=A7-2012-0396>> (12 de Dezembro de 2012) e no JO L 22, de 25 de Janeiro de 2013. Refira-se que é apenas a terceira vez que uma cooperação reforçada é autorizada – CADET/VASCEGA (2013, 1).

de 2013 tem um âmbito geográfico mais reduzido, aplicando-se apenas aos EM que participem nesta cooperação reforçada, mantém a Directiva 2008/7/CE do Conselho inalterada, aclara e adapta algumas normas e reforça as medidas anti-evasão fiscal, visando “evitar ações evasivas, distorções e transferências para outras jurisdições”. Os elementos jurídicos desta proposta, à semelhança da anterior, assentam no art. 113.º do TFUE e nos princípios da subsidiariedade e da proporcionalidade, aos quais acresce naturalmente a Decisão 2013/52/UE do Conselho que autoriza a cooperação reforçada.

Importa apenas referir que esta proposta, tal como a anterior, se baseou na informação colhida em vários órgãos nacionais e da UE, em organizações internacionais, no mundo académico e prático da área financeira, baseando-se ainda em vários estudos externos encomendados para o efeito e na avaliação de impacto que acompanhou a proposta de 2011¹³⁵.

10.2 – O conteúdo da segunda Proposta

A proposta de 2013 abrange vinte e dois artigos, que estão distribuídos por cinco capítulos.

O *Capítulo I* refere-se ao «*objecto e definições*» (art. 1.º e 2.º). O art. 1.º fundamenta a legitimidade desta Directiva na Decisão do Conselho de 22 de Janeiro de 2013, que a autoriza (ao abrigo dos art. 20.º do TUE e 329.º n.º 1 do TFUE), sublinhando que apenas os EM participantes ficam vinculados.

Já o art. 2.º, à semelhança do mesmo artigo da proposta de 2011, estabelece um vasto leque de definições, das quais apenas destacamos algumas: i) o EM participante – aquele que integra esta cooperação reforçada no momento em que o ITF for exigível; ii) as transacções financeiras¹³⁶ – que compreendem a compra e venda de um instrumento financeiro e a celebração de contratos de derivados, ambos antes da compensação ou liquidação; a transferência intragrupo do direito de dispor de um instrumento financeiro e

¹³⁵ Refira-se ainda que VELLA *et alii* (2013, 246-47) e CADET/VASCEGA (2013, 1-2) não questionam a verificação *in casu* das exigências procedimentais em matéria de cooperação reforçada (art. 20.º TUE).

¹³⁶ Comparada com a definição da proposta de 2011, apenas altera ligeiramente a formulação e acrescenta a permuta.

operações análogas que impliquem a transferência do risco que lhes é associado; uma permuta de instrumentos financeiros; uma venda com acordo de recompra e vice-versa; um acordo de contracção e concessão de valores mobiliários; iii) os instrumentos financeiros e os contratos de derivados – mantendo a remissão para o anexo I, secção C da DMIF (v.g. valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário, opções, futuros, *swaps*, *forwards*) – bem como os produtos estruturados, que consistem em operações de titularização de instrumentos dos sectores bancário e segurador e outros instrumentos financeiros negociáveis (como as promissórias e os *warrants*) e ainda os instrumentos financeiros e produtos estruturados que sejam emitidos no território de um EM participante por uma pessoa sediada, domiciliada ou com residência habitual nesse EM (princípio da emissão); iv) as instituições financeiras – que se mantêm rigorosamente as mesmas (v.g., empresas de investimento, mercados regulados ou organizados, instituições de crédito, empresas de seguros e resseguros, sociedades gestoras, diversos fundos e seus gestores, certas entidades de titularização, assim como qualquer entidade que exerça uma actividade de transacção de instrumentos financeiros, de aquisição de participações em empresas). No entanto acrescentou dois novos números: o n.º 2 consagra que cada uma das operações relativas aos instrumentos financeiros referidos origina apenas uma transacção, salvo as permutas (cada uma origina duas transacções) – além disso, cada alteração substancial (v.g. alteração das partes, do objecto ou âmbito de aplicação contratuais; ou quando a alteração gerar uma obrigação material de imposto superior à originada pela operação original) dos contratos relativos aos instrumentos financeiros referidos é tida como uma nova operação do mesmo tipo que a original; já o n.º 3¹³⁷, refere-se exclusivamente às entidades que realizem actividades de emissão e transacção de instrumentos financeiros, de prestação de serviços conexos com a emissão, e de aquisição de participações em empresas, e demais actividades, desde que o valor anual médio das suas transacções financeiras represente mais de 50% do valor anual médio global líquido das suas vendas e

¹³⁷ A anterior proposta referia no n.º 2 do art. 2.º que a comissão “adopta actos delegados que estabelecem normas circunstanciadas para determinar se as actividades referidas no n.º 1, ponto 7), alínea i) [...], constituem uma parte significativa da actividade global da empresa”.

prestações de serviços (art. 2.º, n.º 1, ponto 8, al. j)).

O valor anual médio das transacções financeiras calcula-se em regra sobre os três anos civis anteriores, ou sobre um período mais curto de actividade prévia que exista – salvo quando aquele valor não exceder o valor anual médio global líquido das vendas e prestações de serviços em dois anos civis consecutivos, caso em que a entidade que realiza estas actividades tem o direito de pedir que seja considerada como uma não instituição financeira, logo como não sujeito passivo. Para o efeito de aplicação deste n.º 3, o valor de cada transacção de instrumentos não derivados constitui o valor da contraprestação devida como contrapartida da transferência ou o preço de mercado (o que teria sido pago em condições normais de mercado) nos casos de o valor da contraprestação ser inferior ao preço de mercado e das transferências intragrupo de instrumentos financeiros (de acordo com a remissão para o art. 6.º). Também o valor das transacções de instrumentos derivados consiste apenas em 10% do valor nocional referido no contrato no momento da transacção (segundo a remissão para o art. 7.º).

Quanto ao *Capítulo II*, refere-se ao «*âmbito de aplicação do sistema comum de ITF*» (art. 3.º e 4.º).

O art. 3.º reproduz essencialmente o conteúdo do art. 1.º da anterior proposta. O n.º 1 apenas acrescenta o adjectivo «participante» ao substantivo EM. Desta forma, consagra que o ITF incide sobre todas as operações financeiras, desde que cada uma envolva pelo menos duas partes estabelecidas num EM participante, e uma delas seja uma instituição financeira (quer esta actue por conta própria, quer em nome e por conta de outrem). Os n.ºs 2 e 4 estabelecem variadas exclusões tributárias subjectivas e objectivas, respectivamente. As primeiras reportam-se às CPC, aos Depositários de valores mobiliários, às Centrais internacionais de depósito de títulos, aos EM e organismos públicos que giram a dívida pública, todos no exercício das suas funções – acrescentando o n.º 3 que o facto de uma transacção ter como parte uma entidade excluída não prejudica a eventual tributação da contraparte. Já o n.º 4, exclui as transacções: i) que ocorram no mercado primário (incluindo a tomada firme e atribuição de instrumentos financeiros relativas à sua emissão); ii) estabelecidas com certas entidades, e.g., como o BCE, os Bancos centrais dos EM, a UE, o Fundo Europeu de Estabilidade

Financeira, o Mecanismo Europeu de Estabilidade, a Comunidade Europeia da Energia Atómica, certas organizações ou organismos internacionais. Como se constata, apesar de uma ou outra alteração formal, mantiveram-se as exclusões tributárias subjectivas e passou a excluir-se dois tipos de transacções. Contudo, por se ter adoptado a mesma terminologia que na proposta anterior, sobretudo no que toca ao n.º 1 do art. 3.º da actual proposta, mantemos as críticas que lhe dirigimos então.

Por seu turno, o art. 4.º trata dos requisitos de estabelecimento das instituições financeiras num EM participante de forma substancialmente idêntica à efectuada pelo art. 3.º da proposta de 2011, apesar de algumas inovações formais dadas pela nova redacção. Considera-se assim estabelecida num EM participante a instituição financeira que esteja autorizada por esse EM a agir com tal ou tenha o direito de operar como tal a partir do estrangeiro em relação a esse EM (em ambos os casos no que respeita às transacções autorizadas); que tenha a sua sede, domicílio/residência habitual ou sucursal nesse EM; bem como que seja parte, por sua conta ou em nome e por conta de outrem, numa transacção financeira cuja contraparte esteja estabelecida nesse EM (seja uma instituição financeira ou não), ou numa transacção financeira de um produto estruturado ou de instrumentos financeiros referidos no anexo I, C, da DMIF emitidos nesse EM participante (salvo os instrumentos complexos negociados fora de plataformas organizadas). Segundo o n.º 2 deste artigo (semelhante ao n.º 4 do art. 3.º da proposta anterior), as entidades não financeiras podem considerar-se estabelecidas num EM se tiverem a sua sede, domicílio, residência habitual ou sucursal nesse EM, ou se forem parte numa transacção financeira de um produto estruturado ou de um dos instrumentos financeiros referidos no anexo I, secção C, da Diretiva 2004/39/CE, salvo os instrumentos complexos negociados fora de plataformas organizadas¹³⁸. À semelhança do anterior art. 3.º n.º 3, o actual n.º 3 do art. 4.º estabelece que as instituições financeiras e demais entidades não financeiras não são consideradas estabelecidas num EM quando a entidade res-

¹³⁸ Esta aceção ampla de estabelecimento num EM participante e de instituição financeira reflecte justamente o escopo de tributar o maior número de transacções financeiras possível, abrangendo quer as realizadas por instituições financeiras não residentes com residentes, quer as instituições não financeiras.

ponsável pelo pagamento do ITF provar que não há conexão entre a substância económica da transacção e o território de um EM participante. Como resulta da exposição de motivos (e já resultava da anterior proposta), este ITF incide sobre as transacções brutas de instrumentos financeiros antes de qualquer dedução, utilizando uma noção ampla de instrumento financeiro, que inclui a generalidade dos instrumentos dos mercados monetários e de capitais, as ações, as unidades de participação dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, os fundos de investimento alternativos e os contratos de derivados, e incidindo sobre os mercados regulados e OTC. Depois, não incide apenas sobre a transferência do direito de propriedade, antes incide também sobre as obrigações assumidas – desde que impliquem a assunção do risco inerente aos instrumentos financeiros. Esta proposta supera a anterior quanto ao âmbito de incidência objectivo e no que tange o combate à fraude e ao planeamento fiscal, incidindo sobre as permutas de instrumentos financeiros (equivalendo cada permuta a duas transacções), sobre os instrumentos financeiros originados pelos contratos de derivados (além da tributação destes), sobre as alterações substanciais de uma transacção financeira (como uma nova transacção) e sobre os produtos estruturados. Contudo, apesar de se tributarem agora certos produtos estruturados, mantém-se a exclusão das operações cambiais à vista, pelo que mantemos a crítica que fizemos acima. Mantém-se no entanto as anteriores exclusões subjectivas e objectivas, assim como as suas justificações, considerando-se necessárias para o financiamento dos EM, das Instituições e da economia real.

Por outro lado, como se referiu, o ITF aplica-se com base no princípio da territorialidade, mas é agora complementado pelo princípio da emissão, visando reforçar-se o esforço antideslocalização empregue por esta proposta (art. 4.º, n.º 1, al. g)), tornando menos vantajosa a deslocalização, pois a negociação de instrumentos emitidos na jurisdição dos EM participantes é agora tributável¹³⁹.

Das exposições de motivos de ambas as propostas resulta ainda que quando as operações financeiras tenham por partes entidades estabelecidas em mais do que um EM participante todos os EM são competentes para a cobrança do ITF. Também não se

¹³⁹ Este princípio foi sugerido pelo PE na sua resolução legislativa de Maio de 2012, alterações 13 e 18.

menciona em nenhuma delas os critérios de repartição das receitas do ITF, não nos parecendo serem as melhores soluções, por carecerem ambas de acordos complementares entre os EM ou de actos delegados da Comissão.

Por seu turno, o *Capítulo III* refere-se à «*exigibilidade, valor tributável e taxas*» (art. 5.º a 9.º), à semelhança do Capítulo II da anterior proposta. Na verdade, a proposta de 2013 reproduziu o conteúdo dos artigos 4.º a 8.º da proposta de 2011, limitando-se a alterar o número dos artigos e a acrescentar uma ou outra alteração formal, pelo que remetemos para as críticas que lhes dirigimos. Assim, o art. 5.º estabelece como critério de exigibilidade do ITF o momento em que cada transacção financeira é realizada, não relevando as rectificações e cancelamentos posteriores, salvo em caso de erro.

Já os art. 6.º e 7.º consagram os critérios de fixação dos valores tributáveis das transacções de instrumentos financeiros não derivados e derivados, respectivamente, apesar de a redacção permanecer confusa quanto àquele artigo. No entanto, e salvo melhor entendimento, julgamos que se deve interpretá-lo no sentido de apenas se aplicar aos instrumentos não derivados, consistindo o seu valor, em regra, no montante pecuniário devido a título de contraprestação da transferência, coincidindo apenas o valor tributário com o preço de mercado (o que teria sido pago, pela mesma transacção em “condições normais de mercado”) vigente no momento da exigibilidade do ITF, nos casos de a contraprestação ser inferior ao preço de mercado e de transferência intragrupo daqueles instrumentos.

Por sua vez, o art. 7.º refere que, no caso dos contratos de derivados, o valor tributável consiste no “montante nocional” (montante nominal ou facial) daqueles contratos no momento da transacção financeira, sendo que em caso de concurso de montantes nocionais vale o mais elevado, e que no caso de dissidência entre a moeda expressa no valor tributável duma transacção e a do EM da tributação a taxa de câmbio aplicável é a última cotação de venda registada no mercado de câmbio mais representativo do EM em causa ou a ele indexada, no momento em que o ITF se torna exigível (art. 8.º)¹⁴⁰.

¹⁴⁰ Sobre os problemas e soluções da tributação dos contratos de derivados, ver D. MILLER (2013, 111 e s.) e PERSAUD (2014, 5-15), dando o primeiro Autor conta de uma proposta estadunidense de tributação de derivados segundo

Por fim, o art. 9.º consagra que às transacções de instrumentos não derivados se aplica uma taxa não inferior a 0,1% e que às transacções sobre contratos de derivados se aplica uma taxa não inferior a 0,01%¹⁴¹. O art. 9.º sublinha que os EM devem aplicar as taxas em vigor no momento da exigibilidade do ITF, devendo as taxas ser uniformes relativamente a cada categoria de transacções, o que significa que os EM participantes tem alguma discricionariedade de fixação das taxas de ITF acima das estipuladas pela proposta, devendo no entanto respeitar os princípios da segurança jurídica *lato sensu* e da igualdade tributária (apesar de este nos suscitar as mesmas dúvidas que na anterior proposta). Segundo a exposição de motivos, os critérios estabelecidos de fixação do valor tributável dos instrumentos não derivados visam evitar as distorções de mercado; já os dos instrumentos derivados visam uma aplicação simples e fácil do ITF, garantindo ao mesmo tempo reduzidos custos administrativos e de conformidade, visando-se ainda dificultar a redução artificial da carga fiscal através de inovadoras práticas de «engenharia financeira».

Quanto ao *Capítulo IV*, cuida do «pagamento do ITF, obrigações conexas e prevenção da fraude, da evasão e do abuso» (art. 10.º a 14.º). À semelhança do que ocorreu com outros artigos, art. 10.º reproduz quase *ipsis verbis* o conteúdo do art. 9.º da anterior proposta. Aquele artigo consagra como devedores do ITF, por cada transacção, todas as instituições financeiras que sejam parte ou ajam por conta própria, por conta ou em nome de outrem (sendo que, nestes dois últimos casos, se o ‘mandante’ for uma instituição financeira, esta será a devedora). Não obstante, as outras partes nessas transacções financeiras são subsidiária e solidariamente responsáveis, tendo ainda os EM a faculdade de prever que outras pessoas sejam solidariamente responsáveis (n.º 4) – apesar de ser duvidoso saber se se trata de outros devedores para além dos indicados nos números 1 a 3, ou antes em vez deles. Segundo a exposição de motivos, o ITF deve centrar-se nas instituições financeiras, pois são as maiores operadoras nos mercados financeiros e visa-se com esta proposta tributar o sector

um sistema *mark-to-market* (*Camp proposal*).

¹⁴¹ Segundo CADET/VASCEGA (2013, 7) e a OXERA (2014, 2), ambas as taxas incidem sobre cada parte na transacção/contrato, traduzindo-se em taxas efectivas de 0,2% e 0,02%, respectivamente.

financeiro e não os cidadãos. Contudo, porque se visa que o ITF seja efectivamente pago, caso este não o seja atempadamente, devem as restantes partes ser solidariamente responsáveis – dada a identidade de conteúdo entre estes artigos, remetemos para as críticas que lhe dirigimos. Quanto ao art. 11.º, é muito semelhante ao art. 10.º da anterior proposta, estabelecendo que incumbe aos EM definir as obrigações acessórias da obrigação de imposto destinadas a garantir que o ITF é efectivamente pago, que os seus devedores declarem todos os dados necessários para o apuramento do ITF exigível, que maioria das instituições financeiras prestam às autoridades competentes todas as informações relevantes quanto às transferências por si efectuadas, assim como que o ITF é pago no momento em que se torna exigível (nas transacções electrónicas) ou nos três dias úteis após a sua exigibilidade (nos restantes casos) e que é pago de forma correcta. No entanto, o actual art. 11.º acrescenta duas importantes alterações nos n.ºs 2 e 5, consagrando que a Comissão pode adoptar actos delegados (nos termos do art. 16.º) para especificar as medidas que os EM devem tomar para garantir o efectivo pagamento do ITF, bem como actos de execução que prevejam métodos uniformes de coleta do ITF devido (segundo o art. 18.º n.º 2), respectivamente.

De seguida, o art. 12.º incumbe sucintamente os EM participantes de “adotar medidas para prevenir a fraude e a evasão fiscais” (reduzindo o âmbito do art. 11.º da proposta de 2011, que autorizava a Comissão a praticar actos delegados para esse fim, e ainda incumbindo os EM de cooperar nas matérias administrativa e fiscal). Contudo, esta nova proposta introduz dois mecanismos fulcrais neste ensejo: cláusulas anti-abuso geral (art. 13.º) e especial (art. 14.º)¹⁴².

O art. 13.º estabelece o princípio da prevalência da substância sobre a forma, devendo atender-se à realidade económica. Entende-se assim que uma montagem é artificial quando, v.g., qualquer

¹⁴² Sublinhe-se que uma das razões da dissidência dos EM quanto à aprovação da proposta de 2011 se deveu também ao receio de alguns EM de que as normas anti-deslocalização da proposta de ITF não fossem suficientes para travar uma deslocalização massiva da actividade financeira para jurisdições fiscalmente mais favoráveis. Por outro lado, como bem sublinham CADET/VASCEGA (2013, 7), a proposta integra mais normas anti-abuso além destes dois artigos, como a de o valor tributável ser o preço de mercado em certos casos ou a responsabilidade subsidiária e solidária de todas as partes numa transacção financeira.

transacção, acordo, operação, promessa, ou construção não tiverem substância económica — que deve ser medida através da verificação de várias situações (v.g. incompatibilidade entre a qualificação jurídica de uma ou alguma das medidas que compõem a montagem e o fundamento jurídico da montagem globalmente considerada; a montagem integra elementos que se anulam ou compensam mutuamente; realização de transacções de natureza circular). Para este efeito, considera-se um «objectivo essencial de evitar a tributação» quando qualquer outro objectivo imputável à montagem possa ser desconsiderado segundo as circunstâncias concretas. Estabelece-se ainda que para determinar se o benefício fiscal é gerado por uma montagem, os EM devem comparar o imposto devido pela montagem com aquele que seria devido na ausência dela. Por fim, consagra-se no n.º 4 uma presunção legal de planeamento fiscal abusivo por parte de uma montagem, quando a mesma seja objectivamente incompatível com o espírito e a finalidade das normas fiscais que lhe seriam aplicáveis¹⁴³.

O art. 14.º, consagra uma norma especial anti-abuso relativa aos certificados de depósito e valores mobiliários semelhantes. Este artigo remete para os n.ºs 4 a 6 do art. 13.º, estabelecendo assim que quando estes valores mobiliários forem emitidos com o intuito primordial de substituir os títulos subjacentes tributáveis emitidos num EM participante, devem ser considerados como emitidos nesse EM participante. Para este efeito, considera-se que o objectivo da emissão destes valores mobiliários é evitar a tributação quando infringir o espírito e as finalidades das normas fiscais que seriam aplicáveis, sendo considerado essencial, quando qualquer outro objectivo que lhe seja imputável possa ser desconsiderado face às circunstâncias concretas.

Deve ainda comparar-se o imposto devido pela montagem com aquele que seria devido na ausência dela, para se determinar se o benefício fiscal é originado pela emissão destes valores mobiliários. Finalmente, este artigo determina que se a substituição dos títulos subjacentes por estes valores mobiliários for significativa, o ónus da prova inverte-se, passando a caber ao devedor do ITF pro-

¹⁴³ VELLA *et alii* (2013, 226-27) criticam esta cláusula geral por usar muitos conceitos indeterminados, fazer exigências difíceis e contraditórias, e por não evitar totalmente a realocação.

var que o objectivo essencial da emissão destes valores mobiliários não era evitar a tributação.

Finalmente, o *Capítulo V* refere-se às «*disposições finais*» (art. 15.º a 22.º). À semelhança do que fizemos em relação à proposta de 2011, apontamos apenas os artigos mais relevantes: o art. 15.º e o art. 19.º. O primeiro reproduz o conteúdo do primitivo art. 12.º, proibindo os EM de manterem ou introduzirem impostos sobre as transacções financeiras, que não o ITF e o IVA. O segundo, que é um fac-símile do pretérito art. 16.º, incumbe a Comissão de apresentar de cinco em cinco anos ao Conselho um relatório sobre a aplicação da Directiva (e eventualmente propostas de alteração) que contenha uma análise do impacto do ITF nos mercados financeiros e não financeiros, e sobre o mercado comum, atendendo à tributação do sector financeiro a nível internacional, o que é de aplaudir, não obstante continuarmos a entender que o período quinquenal é demasiado amplo, atentas a dinâmica e complexidade dos mercados financeiros, sendo razoável exigir um acompanhamento da evolução e do impacto do ITF, pelo menos de dois em dois anos – como defendemos atrás. No entanto, não podemos deixar de notar a supressão do anterior art. 15.º, que estabelecia fundamentalmente a precedência da proposta de Directiva de 2011 sobre a Directiva 2008/7/CE, o que permitia poupar algum esforço argumentativo em caso de colisão normativa. A terminar, indicamos que as estimativas desta proposta relativamente às receitas de um ITF aplicável no âmbito mais restrito de cooperação reforçada rondam os 31 mil milhões de euros anuais – quase metade da previsão anterior¹⁴⁴.

Porém, em 18 de Abril de 2013 o Reino Unido interpôs um recurso contra o Conselho da UE, pedindo a anulação da decisão de autorização do Conselho sobre a cooperação reforçada quanto ao ITF, com base na contrariedade da decisão face ao Direito Internacional e aos art. 327.º e 332.º do TFUE, podendo o ITF produzir efeitos extra-territoriais e dispendiosos sobre os EM não participantes (Processo C-209/13). Este recurso, que contou com a oposição de alguns EM, do Conselho da UE, da CE e do PE, foi apreciado pelo TJUE, que decidiu em 30 de Abril de 2014 negar-lhe provimento por entender que os fundamentos invocados pelo Rei-

¹⁴⁴ Note-se ainda que esta proposta deveria ter entrado em vigor em 1 de Janeiro de 2014 (art. 20.º).

no Unido “não são elementos constitutivos da decisão impugnada”, referindo-se aos efeitos dum eventual ITF autorizado pela decisão e não à validade da decisão em si.

O TJUE não se pronuncia assim sobre a validade da proposta de ITF, mas antes sobre a validade da decisão de autorização desta proposta à luz dos requisitos normativos do TFUE em matéria de cooperação reforçada (objecto do recurso), sendo possíveis recursos de anulação posteriores¹⁴⁵.

11. A natureza jurídica do Imposto sobre as Transacções Financeiras¹⁴⁶

Atenta a complexidade das realidades sócio-económica actuais, grandemente influenciada pela globalização económica e pela concorrência fiscal, o Estado de Direito Democrático e Social tem vindo a alterar-se constantemente na tentativa de se adaptar a esta nova e dinâmica realidade, assistindo-se hoje a uma proliferação de novas entidades, actividades e funções, bem como a uma tendencial superação do modelo do Estado Fiscal pelo do Estado Tributário, i.e., passando este a financiar-se crescentemente com recurso à figura das taxas e contribuições, sem que os impostos deixem de ser ainda o principal recurso financeiro¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Acórdão este que merece o nosso inteiro aplauso, pois embora sejam compreensíveis as questões colocadas pelo Reino Unido, não são aqui pertinentes. Note-se ainda, quanto ao possível recurso após a vigência do ITF, que no acórdão Sandoz (estando em causa a incidência do SD austríaco sobre um contrato de mutuo verbal entre duas sociedades Sandoz, uma sediada em Viena e outra em Bruxelas), o TJUE considerou que a tributação destes contratos por um EM não viola a liberdade de circulação de capitais, mas que no caso concreto era discriminatório.

¹⁴⁶ Ver J. COSTA (1972, 4-19); A. XAVIER (1981, 35-90); P. MARTINEZ (2003, 26-45); D. CAMPOS/M. CAMPOS (2003, 52-70); J. SANCHES (2007, 21-65); J.J.G. CANOTILHO/V. MOREIRA (2007, art. 103.º e 165.º); J. NABAIS (1998, 223-68; 2009, 10-38; 2012); S. VASQUES (2008, 95-245; 2011, 179-245); NOVOA (2012, 153-74, 201-37, 261-84, 291-331); G. MARTINS/R. FRANCO (2013); S. SILVA (2013); C. SOARES (2014).

¹⁴⁷ Sobre o Estado Fiscal e Taxador, vide J. NABAIS (1998, 191 e s.) e S. VASQUES (2008, 15 e s.) - negando o primeiro Autor a possibilidade de se passar para um Estado Taxador com base na natureza dos bens públicos prestados por entes públicos e nos princípios da CRP.

Como vimos acima, as finalidades a prosseguir através do ITF são variadas, pelo que julgamos pertinente tratar aqui dos precisos contornos dos vários tributos, tentando definir ou qualificar juridicamente o tributo em questão, o que fará toda a diferença, ao menos em sede jurídico-constitucional, nomeadamente quanto aos princípios por que se rege e quanto ao universo subjectivo de contribuintes que o deverão suportar.

Tradicionalmente, entre nós os tributos cobrados pelo Estado para fazer face às suas despesas reconduzem-se aos impostos e às taxas¹⁴⁸. Contudo, porque o legislador não define o tributo nem as suas espécies, apenas enumerando alguns deles, alguns dos seus princípios estruturantes e alguns dos seus elementos (v.g. art. 12.º, 13.º, 62.º, 66.º h), 81.º b), 103.º, 104.º, 164.º n.º 1 i), 227.º n.º 1, 238.º da CRP; os art. 3.º a 7.º da LGT; e os concretos diplomas normativos que os aprovam), compete à doutrina e à jurisprudência proceder à respectiva conceptualização jurídica com base nesses dados¹⁴⁹.

¹⁴⁸ Na doutrina, o tributo é definido como prestação patrimonial, coactiva, exigida por entidades que exerçam funções públicas para financiar gastos públicos – assim A. XAVIER (1981, 35) e S. VASQUES (2008, 130-35) – entendendo J. NABAIS (2012, 734-35) e NOVOA (2012, 153 e s.) ser também definitivo e não sancionador.

Alguns Autores têm ainda uma visão dicotómica dos tributos, reduzindo as contribuições e os tributos para-fiscais à figura das taxas ou dos impostos (v.g. A. XAVIER, 1981, 57-90; P. MARTÍNEZ, 2003, 34-45; D. CAMPOS/M. CAMPOS, 2003, 60-62 e 69-70), enquanto que outros, ao menos *de iure condendo*, parecem admitir uma visão tripartida ao autonomizar aqueles tributos (v.g. J. NABAIS, 2009, 20 e s., 2012, 735 e s., e sobretudo J. SANCHES, 2007, 53-65, e S. VASQUES, 2008, 172-245; 2011, 221-45). Na jurisprudência, a visão dicotómica é patente em alguns acórdãos do TC (v.g. n.º 183/96; n.º 1139/96; n.º 1239/96; n.º 354/98), do STA (v.g. de 26-06-2002; de 11-02-2004) e do TJUE (v.g. acórdão Modelo SGPS)

¹⁴⁹ Se a constituição italiana se revela enigmática em matéria tributária, apenas prescrevendo os princípios da legalidade, da capacidade contributiva e da progressividade (art. 23.º e 53.º), as constituições espanhola e brasileira são mais completas nesse ponto: a primeira estabelece estes princípios nos art. 31.º e 133.º, referindo-se ainda aos tributos locais e das comunidades autónomas nos art. 142.º e 157.º; a segunda consagra no art. 145.º os impostos, as taxas e as contribuições especiais como figuras tributárias (baseando só os primeiros na capacidade económica), estabelece os princípios limitadores da tributação nos art. 146.º e 150.º (v.g. legalidade; igualdade; proibição de confisco) e os critérios de repartição de receitas (art. 157.º e s.). Porém é na legislação ordinária que são definidos (imperfettamente) o tributo, as suas espécies e finalidades (art. 2.º e 3.º da LGTE; art. 3.º, 4.º, 16.º, 77.º a 80.º, 81.º e 82.º do CTN).

Assim, começando pelo imposto, de acordo com o Professor CASALTA NABAIS (1998, 223-51; 2009, pág. 10 e s.), entendemos que este abrange uma dimensão objectiva, outra subjectiva, e ainda uma teleológica.

Objectivamente, o imposto consubstancia-se numa *prestação* (resultante de uma relação jurídica obrigacional) *pecuniária* (em dinheiro ou equivalente), *unilateral* (pois apenas corresponde ao Estado uma contraprestação geral traduzida na realização de despesas públicas, e não qualquer contraprestação específica), *definitiva* (pois não gera um reembolso, restituição ou indemnização) e *coactiva* (uma vez que é prevista e disciplinada por lei, surgindo com a verificação do facto tributário legal). Subjectivamente, o imposto é devido pelas entidades singulares ou colectivas que detenham capacidade contributiva (todas ou um grupo indeterminado), a favor de entidades públicas ou privadas que exerçam funções públicas, ou seja, que ajam no exercício de uma actividade de gestão pública. Teleológica ou finalisticamente, o imposto é exigido para a realização das tarefas ou funções públicas, mas sem propósitos sancionatórios (ou seja, pode ter finalidades financeiras e finalidades extrafiscais de cariz económico e social, desde que não visem punir os contribuintes)¹⁵⁰.

Pode assim o legislador instrumentalizar os tributos, usando-os como meio para atingir certo ou certos fins, pelo que alguma doutrina costuma distinguir entre impostos fiscais e extrafiscais¹⁵¹, visando os primeiros imediata ou principalmente arrecadar receitas, sendo os segundos aqueles “cuja finalidade imediata não é apenas essa ou nem sequer é essa” (visando no limite evitar a realização do facto tributário). Importa apenas relevar que, enquanto os impostos fiscais estão vinculados pela constituição fiscal (sobretudo pelos princípios da legalidade e igualdade fiscais), os impostos extrafiscais, porque visam a prossecução de finalidades económicas e sociais,

¹⁵⁰ Estas notas são em regra referidas pela maioria dos Autores que consultámos, embora P. MARTINEZ (2003, 32-33) e S. VASQUES (2011, 185-86) neguem a capacidade contributiva como elemento definidor, sendo antes um pressuposto material dos impostos, negando ainda aquele Autor a coactividade como característica fiscal, entendendo que o facto tributário é legal mas a sua verificação é voluntária.

¹⁵¹ J. RIBEIRO (1997, 258-60); J. NABAIS (2009, 18-20, e desenvolvidamente, 1998, 226-51 e 628 e s., entendendo que as taxas podem também ser extrafiscais, ficando sujeitas ao regime constitucional dos impostos extrafiscais – 267-68). Exemplos destes são os impostos aduaneiros e Tobin.

estão sujeitos à constituição económica e devem respeitar os DLG's e os princípios gerais da igualdade e da proporcionalidade *lato sensu* – sendo exemplos seguros de impostos o IRC, o IRS e o IVA.

Por seu turno, as taxas são tributos que fazem fronteira com os preços, com as contribuições financeiras e com os impostos¹⁵². Para as distinguirmos dos impostos, e recorrendo à ciência das finanças públicas, podemos afirmar com o Professor TEIXEIRA RIBEIRO (1985, 291) que a taxa é “a quantia coactivamente paga pela utilização individualizada de bens semipúblicos”¹⁵³ (satisfazem simultaneamente necessidades individuais e colectivas), quer a utilização seja efectiva ou potencial, quer pelos benefícios proporcionados ou pelas despesas causadas, mas já não pela utilização de bens públicos (que por apenas satisfazerem necessidades colectivas independentemente de qualquer procura, não permitem a mensurabilidade da sua utilização). As taxas distinguem-se assim dos impostos por serem a contraprestação de um bem semipúblico (embora tenham a função de cobrir total ou parcialmente os custos, também limitam a procura), enquanto que só os impostos se destinam a cobrir as despesas com bens públicos (em sentido técnico e/ou financeiro).

Juridicamente, as taxas distinguem-se dos impostos desde logo a nível jurídico-constitucional, uma vez que os impostos (fiscais) obedecem aos exigentes princípios da legalidade fiscal (art. 103.º n.º 2 e 165.º n.º 1 i) da CRP, que sujeitam os elementos essenciais dos impostos a critérios legais formais e materiais) e da igualdade fiscal (art. 13.º CRP articulado com a constituição fiscal e os DLG's, aferido pelo princípio da capacidade contributiva, que funciona como

¹⁵² Não podendo aqui distinguir as taxas dos preços e tarifas, remete-mo-la para a doutrina – v.g. A. XAVIER (1981, 53-55); J. RIBEIRO (1985, 289-94); J. NABAIS (2009, 31-32; 2012, 753-59); NOVOA (2012, 153-71, 261-69, 277-84). Contudo, sempre diremos que, apesar da celeuma doutrinal, em regra as taxas se distinguem dos preços pela origem legal da obrigação tributária e da fixação do *quantum* devido. A obrigação surge de forma não voluntária com a verificação do facto tributário previsto na lei (embora a realização do facto tributário possa ser voluntária), e não por efeitos contratuais, embora se deva recorrer complementarmente aos critérios da essencialidade dos serviços e do regime económico da sua prestação (apesar de os contratos de adesão colocarem delicadas questões) – num sentido parecido vão S. VASQUES (2008, 148-59; 2011, 209-10) e NOVOA (2012, 277-84), bem como o art. 2.º n.º 2 a) da LGTE.

¹⁵³ Embora entendamos, contrariamente a este Autor, que estes bens sobre que incidem as taxas são ainda divisíveis.

pressuposto, critério e limite da tributação), ao passo que as taxas apenas estão sujeitas ao princípio da legalidade administrativa (art. 165.º n.º 1, i) CRP, que apenas exige que o seu regime geral conste de lei ou decreto-lei autorizado) e ao princípio da equivalência entre a taxa e a contraprestação específica ou os custos específicos gerados por actividade particular, como expressão do princípio de igualdade tributária. A nível legislativo infraconstitucional, a LGT prescreve no seu art. 4.º n.º 2 que as taxas são devidas pela concreta prestação de um serviço público, pela utilização do domínio público, ou pela remoção de um obstáculo jurídico ao comportamento dos particulares¹⁵⁴ – neste nível, o que distingue as taxas dos impostos é a bilateralidade daquelas face à unilateralidade destes, ou seja, as taxas são devidas por uma contraprestação específica (art. 4.º n.º 2 LGT) e os impostos são devidos por uma contraprestação geral (a realização de tarefas públicas que podem revestir a natureza de bens públicos ou semipúblicos)¹⁵⁵.

Juridicamente, pode definir-se as taxas como prestações pecuniárias, bilaterais, definitivas e coactivas, que incidem sobre os particulares a quem é prestado efectiva e individualmente um “serviço” público (por este provocado ou aproveitado) e cuja titularidade cabe a entidades públicas para financiar os custos destes “serviços”, as quais só podem exigir taxas com respeito pelo princípio da proporcionalidade ou equivalência¹⁵⁶ – são exemplos destas, em regra, v.g. as propinas do ensino público, as taxas moderadoras, as custas judiciais.

Porém, têm surgido cada vez mais tributos situados entre as taxas e os impostos, mas que, de um ponto de vista constitucional,

¹⁵⁴ Assim já A. XAVIER (1981, 43 e 48 e s.).

¹⁵⁵ Como sublinham os Autores consultados, as taxas distinguem-se juridicamente dos impostos pelo carácter bilateral ou sinalagmático que une a prestação pecuniária e a contraprestação pública, podendo os particulares exigí-la, e reclamar ou impugnar a sua liquidação. O excesso ou desproporção entre a quantia exigida e o custo do “serviço” prestado ou o benefício auferido pode levar a qualificar o tributo como imposto (inconstitucional) – assim J. SANCHES (2007, 37-40) e J. NABAIS (2009, 21-26); em sentido diverso vai S. VASQUES (2011, 268), que o considera como tributo comutativo inconstitucional por violação dos princípios da igualdade e proporcionalidade.

¹⁵⁶ Embora se refira apenas às taxas das autarquias locais, assim dispõe o art. 4.º do RGTAL (reforçado pelos art. 20.º e 24.º do RFALEM).

têm sido reconduzidos ao regime destas figuras de acordo com os critérios acima apontados, embora alguma doutrina e jurisprudência venham defendendo a autonomia constitucional das contribuições, a que se referem a CRP (desde 1997) e a LGT (art. 3.º e 4.º). Essa doutrina subscreve uma visão tripartida (taxas, impostos, contribuições ou tributos especiais), defendendo a autonomia jurídica das actuais contribuições (que vão além das clássicas contribuições especiais e para a segurança social)¹⁵⁷.

Para o Professor CASALTA NABAIS (2009, 27-33; 2012, 738-40) as contribuições diferem das taxas e dos impostos, subdividindo aquelas em contribuições especiais, financeiras e parafiscais, embora acabe por considerá-las “taxas especiais” ou “impostos especiais”¹⁵⁸. As contribuições especiais (por maiores despesas e de melhoria) seriam prestações pecuniárias, unilaterais e coactivas, devidas por uma capacidade contributiva grupal (de um determinado grupo de pessoas) provocada pelo exercício duma actividade administrativa (pelas especiais vantagens obtidas ou despesas causadas) – devendo ser sujeitas aos exigentes princípios da legalidade e igualdade fiscais. Já as contribuições financeiras, seriam prestações pecuniárias, coactivas, bilaterais, devidas por uma específica contraprestação de natureza grupal, prestada a um certo grupo de pessoas, devendo ser suportadas por esse grupo (v.g. as “taxas” de regulação e de supervisão), segundo os princípios da legalidade administrativa e da equivalência entre a prestação e a contraprestação. Quanto às contribuições parafiscais, são tributos de receita consignada a entidades públicas não territoriais para cobrir as suas despesas (e.g. contribuições para a segurança social)¹⁵⁹.

No entanto, se do ponto de vista jurídico-constitucional pre-

¹⁵⁷ J. SANCHES (2007, 53-65) autonomiza vários tributos comutativos, como as contribuições especiais e para a segurança social (dos trabalhadores), o IMI, os IEC's e eco-tributos, em regra baseados no princípio da equivalência. Em sentido semelhante vai agora o TC ao reconhecer a autonomia jurídica de alguns tributos comutativos (e.g. Acórdãos n.º 365/2008; 361/2009; 135/2012; 152/2013; embora acórdãos anteriores já questionassem a dicotomia, v.g. n.º 497/89); e o STA (v.g. acórdão de 13 de Abril de 2011).

¹⁵⁸ Assim também C. SOARES (2014, 68-71), quanto às contribuições especiais e financeiras.

¹⁵⁹ Note-se que o Autor distingue os tributos consoante a sua estrutura e o critério da sua medida (2012, 738).

valece uma visão dicotómica, a verdade é que a crescente proliferação destes tributos híbridos, bem como a crescente complexidade dos mesmos, tornam-na cada vez mais desajustada em face da exigente realidade actual, em parte por terem uma estrutura e finalidades diferentes das das taxas e dos impostos¹⁶⁰.

Neste sentido, o Professor SÉRGIO VASQUES (2008, 172 e s.; 2011, 221 e s.) define as “modernas contribuições” como “prestações pecuniárias e coactivas exigidas por uma entidade pública em contrapartida de uma prestação administrativa presumivelmente provocada ou aproveitada pelo sujeito passivo”, ou seja, tributos “paracomutativos”.

O Autor coloca a tónica no grau de certeza da realização da prestação quanto aos contribuintes: os impostos têm uma contraprestação eventual (possível); as taxas uma contraprestação efectiva (ou se assentarem sobre presunções fortes); e as contribuições uma contraprestação presumida (de força relativa ou provável) (2008, 162-71; 2011, 217).

Porque incidem sobre determinados grupos que seguramente causaram ou beneficiaram a contraprestação, e já não sobre cada indivíduo integrante que apenas provavelmente a provocou ou aproveitou, são também designadas por outros Autores de “taxas por estimativa” ou “colectivas”. Integrariam este tipo tributário figuras como as contribuições especiais e para a segurança social a cargo dos trabalhadores, os IEC's, os eco-tributos, as “taxas” de regulação económica e os tributos associativos¹⁶¹.

¹⁶⁰ Segundo informa aquele Professor, a doutrina e o TC alemães têm ensaiado um regime jurídico autónomo para as contribuições especiais, que se basearia no princípio da legalidade administrativa quanto ao seu regime geral, e cujo critério material variaria conforme se estivesse perante um de três tipos de contribuições especiais: parafiscais (relativas aos custos de regulação); financeiras (relativas aos custos da prestação de serviços de interesse geral); extrafiscais (sobre comportamentos indesejados ou custos públicos excessivos) (2012, 740-41). Em sentido semelhante vai S. SILVA (2013, 82-103, 87-88).

¹⁶¹ Importa referir aqui apenas as suas considerações sobre os tributos ambientais e os IEC's, que julgamos terem aqui toda a pertinência. Quanto aos tributos ambientais e aos IEC's entende que têm manifesta natureza comutativa, uma vez que visam compensar os custos ambientais e de saúde pública, o que é visível através da selecção do facto, da base e dos sujeitos tributáveis, obedecendo ao princípio da equivalência e apelando a uma permuta entre a Administração e certo(s) grupo(s), fazendo-os compensar pelos custos que estes sujeitos passivos

Resulta claro que este Autor caracteriza as contribuições com base em três aspectos essenciais: 1) a presumível provocação ou benefício de uma actividade administrativa, 2) por parte de um grupo determinado (i.e., homogéneo, responsável e beneficiário) 3) com a finalidade de fazê-lo suportar os custos da actividade administrativa que usufruiu ou causou¹⁶².

Assim, entende que estas contribuições se devem reger pelo princípio da reserva de lei integral, até ser criado um regime geral das contribuições que fixe os seus elementos essenciais e princípios reitores¹⁶³, tendo por critério de igualdade na sua repartição o princípio da equivalência.

Em nossa opinião, atentas a variedade e complexidade de tributos, devemos distingui-los hoje não apenas com base na estrutura da relação tributária (unilateral/bilateral), mas apoiando-nos ainda nas suas finalidades, no âmbito de incidência subjectivo e no critério da medida do seu *quantum*¹⁶⁴. Deste modo, as actuais contribuições distinguem-se, a montante, das taxas, além da estrutura bilateral imperfeita, pelo universo de sujeitos passivos: enquanto que as contribuições incidem sobre um certo conjunto homogéneo de sujeitos que se presume ter causado ou beneficiado duma prestação pública, só haverá taxa se o sujeito passivo for o destinatário da prestação efectivamente provocada ou usufruída (tendo ambas o mesmo tipo de finalidade e regendo-se pelo princípio da equivalên-

geram para a colectividade – 2008, 206-14.

¹⁶² Neste sentido vão G. MARTINS/R. FRANCO (2013, 116-24), que caracterizam como contribuições financeiras as prestações pecuniárias legalmente exigíveis às entidades participantes do Sistema de indemnização de investidores.

¹⁶³ Em rigor, o Autor defende a criação de vários regimes gerais de contribuições dada a sua heterogeneidade (v.g para as contribuições especiais, taxas de regulação económica e para os eco-tributos) – 2011, 243.

¹⁶⁴ Contra, defendendo que apenas se deve considerar a estrutura da relação tributária, quando muito conjugada com o critério da sua medida, J. NABAIS (2012, 735 e 738). Quanto aos princípios da legalidade e igualdade tributárias, ver J. NABAIS (2009, 135-46 e 151-56); S. VASQUES (2011, 247-70 e 277-89); e desenvolvadamente J. NABAIS (1998, 321-94, sobretudo 345 e s., e 435-524) e S. VASQUES (2008, 23-90; 335-434; 441-623). Contudo, NOVOA (2012, 53 e s., 201 e s., 261 e s., 291 e s. e 327 e s.) parece considerar que o princípio da capacidade contributiva se aplica a todos os tributos, embora com intensidades diferentes e combinado com outros princípios, valendo nos tributos causais apenas como exigência de manifestação de riqueza, e plenamente nos impostos.

cia, como critério de igualdade tributária, bem como incidem sobre bens semipúblicos). A jusante, distinguem-se dos impostos por incidirem sobre um grupo determinado de pessoas, por se presumir ter causado ou aproveitado uma certa prestação pública, com a finalidade de compensar esses custos – e não sobre a generalidade ou grupo heterogéneo e difuso de cidadãos, sem contraprestação específica, com o fim de contribuir para as despesas públicas gerais (na falta de um regime geral devem os elementos essenciais ser disciplinados por lei parlamentar, já que afectam um conjunto significativo de sujeitos com base numa presunção). Claro que isto será assim apenas tendencialmente, havendo casos de fronteira delicados, como os tributos ambientais e os IEC's, existindo em regra nos tributos (para) comutativos uma estreita conexão entre a estrutura, a finalidade e o critério material de igualdade na sua repartição, embora possa ter de se proceder a uma certa flexibilização prática.

Posto isto, que dizer do ITF? Segundo a análise da proposta de ITF, são três os grandes objectivos visados: fazer as instituições do sector financeiro contribuir para a crise que em grande parte causaram; fazer cessar o actual estado de subtributação do sector financeiro face aos restantes sectores económico; e estabilizar os mercados financeiros.

Sendo tão turva a fronteira entre as modernas contribuições, os impostos extrafiscais e os tributos ambientais e IEC's, por um lado, e fraca a conexão entre o princípio da capacidade contributiva e o facto tributário nos impostos sobre o consumo, tributos ambientais e IEC's, por outro, não deixa de ser natural termos dúvidas quanto à concreta qualificação jurídica do tributo em apreço, apesar de estarmos seguros de não se tratar de uma taxa, uma vez que não há uma prestação pecuniária coactiva que tenha como contrapartida equivalente uma prestação específica individual. Porém, antes de chegar ao ITF, vamos qualificar a contribuição sobre o sector bancário e o IAF.

Começando pela contribuição sobre o sector bancário, atendendo a que não se pode imputar uma causa ou benefício específico e individual a cada sujeito passivo, não se trata de uma taxa; por outro lado, como não incide sobre a totalidade dos contribuintes, mas apenas sobre um certo grupo, e porque visa a compensação dos custos gerados pelo sector bancário (v.g. os causados na economia real e os dos resgates estaduais – pois ao incidir sobre a generalidade das

dívidas destas instituições para com terceiros está a responsabilizá-las por certos negócios e comportamentos passados) não podemos qualificá-lo como imposto, pelo que seria incompatível com a finalidade fiscal e com o princípio da igualdade fiscal (quer na vertente de universalidade, quer na vertente de capacidade contributiva, uma vez que são tributados certos passivos, não sendo as dívidas a melhor manifestação de força económica, e incide apenas sobre um grupo certo e determinado de agentes financeiros). Parece assim que se visa fazer os sujeitos passivos internalizarem os custos das externalidades negativas causadas pelo grupo que integram (embora não tenham sido os únicos responsáveis), ao mesmo tempo que assim se consegue alcançar uma certa estabilidade financeira ao incentivar a redução da dívida e aumentar os custos destas actividades e instrumentos financeiros, que poderão ser total ou parcialmente repercutidos. Não obstante esta finalidade extrafiscal de estabilização financeira (que justifica a tributação dos derivados), secundária, pendemos para considerar este tributo como uma verdadeira contribuição *ex post*, imputando certos custos a um grupo específico, com o fim primordial de o fazer compensá-los, ainda segundo o princípio da equivalência¹⁶⁵. O facto de as suas receitas não serem consignadas a um fundo específico (salvo o art. 153.º-F n.º 1 a) do RGICSF) não se nos afigura decisivo, atentas a estrutura, finalidade e critério de igualdade tributária.

Quanto ao IAF, entendemos que a natureza jurídica deste tributo é bastante discutível, atendendo à axiologia jurídico-tributária portuguesa (*maxime* ao princípio da igualdade fiscal, nas vertentes de universalidade e de unicidade de critério), uma vez que incide apenas sobre certos rendimentos de certas entidades, já para não dizer que uma das suas finalidades, a estabilização do sector financeiro, no limite pode contrariar aquela que seria a finalidade primordial dum imposto: a obtenção de receitas. A ser um imposto, levantaria muitas dificuldades, para não dizer inconstitucionalidades. Já se se

¹⁶⁵ Em sentido diverso, C. CARDONA (2011, 99.) qualifica esta contribuição como imposto (inconstitucional), dado que visaria contribuir para o esforço de consolidação orçamental, e não para compensar a subtributação do sector bancário (que entende ser inexistente) – embora nos pareça que o critério utilizado pela Autora não é o mais adequado, pois as contribuições não têm por fim complementar ou substituir impostos. Já S. SILVA (2013, 89) qualifica-a como contribuição ou como imposto consoante tenha ou não a receita consignada a um Fundo.

manifestar como um imposto extrafiscal ou como uma contribuição, dependendo do desenho concreto do tributo, poderia estar em conformidade com a CRP¹⁶⁶.

Em comum com as contribuições pode ter a finalidade fazer o sector financeiro contribuir justa e substancialmente para os custos da crise, apesar de visar também substituir a isenção do IVA e estabilizar o sector. Depois, embora incida sobre os rendimentos deste sector, fá-lo de forma específica (rendas) e pode entender-se que o faz na observância do princípio da equivalência (entre as prestações pecuniárias e os custos que presumivelmente provocou ou usufruiu), e não da capacidade contributiva. Contudo, atentas as suas finalidades principais (sobretudo se for um IAF 2 ou 3) e por não incidir sobre um grupo determinado (sector) mas indeterminado (o sistema financeiro), não negamos a hipótese de se tratar de um imposto extrafiscal, próximo dos tributos ambientais. Acima de tudo, afigura-se-nos como um tributo de difícil qualificação jurídico-tributária.

No que toca ao ITF, é também duvidosa a sua qualificação, devido à estrutura do tributo e às suas múltiplas finalidades. Atentas as finalidades visadas com as propostas de ITF acima enunciadas, poder-se-ia afirmar estarmos perante uma contribuição. Contudo, deve existir uma coerência interna entre a estrutura, finalidades e critério material de repartição. Vejamos.

Este tributo incide sobre um amplo conjunto de sujeitos e transacções com uma taxa sobre os instrumentos originários e outra sobre os derivados, procedendo a varias isenções e exclusões objectivas e subjectivas motivadas pela protecção da economia, das famílias e empresas. Incide assim sobre um conjunto heterogéneo e difuso de instituições e instrumentos financeiros, que vai desde uma simples empresa ou acção até grandes e perigosas IFSI e produtos estruturados complexos. Depois, assenta em duas taxas que incidem sobre instrumentos distintos, sendo a taxa sobre derivados dez vezes menor. A razão desta diferença não é clara, embora entendamos que se deve à dificuldade de tributar estes instrumentos, que muitas vezes não têm um valor predefinido, tendo de se proceder à tribu-

¹⁶⁶ O mesmo se diga dos tributos temporários implementados no Reino Unido e em França sobre 50% dos salários e bónus, respectivamente, das instituições de crédito acima dum certo montante – ver FMI (2010, 39-40).

tação do seu valor nocional – que umas vezes será inferior, e outras superior, ao valor da transacção. Esta *décalage* parece justificar-se como contrapeso da escolha daquele valor tributável, e não por ter por critério o princípio do “poluidor/desestabilizador – pagador” (que exigiria que as taxas variassem consoante as diferentes categorias de risco dos instrumentos, penalizando os mais arriscados – não obstante penalizar as HFT), muito menos pelo da equivalência, mas ainda segundo o da capacidade contributiva, vendo nas transacções manifestações de força económica.

Assim, parece-nos difícil falar de uma contribuição, por não existir um grupo homogéneo, responsável e beneficiário, e por não existir conexão suficiente entre os sujeitos passivos, a incidência objectiva, a finalidade de compensar os custos da crise e o critério material de repartição. Parece-nos mais acertado falar de um verdadeiro imposto especial sobre transacções financeiras, que versa sobre uma ampla base de incidência objectiva e subjectiva, com o propósito de obtenção de receitas para a consolidação orçamental nacional e da UE e de harmonização fiscal indirecta em matéria financeira, segundo o princípio da capacidade contributiva (que neste domínio tem menos força do que no dos impostos sobre o rendimento), ao mesmo tempo que visa a estabilização do sector financeiro e a substituição do hipotético IVA.

Poder-se-ia arguir então que se trata antes de um imposto extrafiscal que visa acima de tudo estabilizar o sistema financeiro, uma vez que isenta as actividades financeiras básicas do dia-a-dia e afecta sobretudo a negociação mais frequente ou mesmo HFT. É verdade que assim é, mas, como escrevemos acima, parece-nos que essas isenções e exclusões tributárias e as diminutas taxas visam sobretudo não afectar a economia *lato sensu*, ao mesmo tempo que assim se obterão elevadas receitas. O ITF não incide especialmente sobre (nem desincentiva sequer) os instrumentos mais arriscados e complexos que estão na origem da recente crise (como os CDO; CDS; MBS), dado que não foram (nem são) frequentemente negociados, antes sendo intrinsecamente especulativos, embora desincentive uma fonte de especulação e de instabilidade que são as HFT.

Em suma, o ITF não incide em regra sobre o risco financeiro, mas antes visa obter receitas sem afectar a sua base tributável e sem afectar a economia real, visando ainda com a sua baixa tributa-

ção alcançar alguma estabilidade financeira ao diminuir o volume de negociação e a volatilidade – características que se podem compatibilizar na noção de imposto.

12. Os argumentos esgrimidos em torno do ITF e os dados empíricos

Vários são os estudos, mais teóricos do que empíricos, acerca dos impostos sobre os mercados financeiros, sobretudo sobre as transmissões de valores mobiliários (STT), apesar de não existir consenso sobre os seus efeitos nos mercados financeiros e na economia real, sendo alguns deles inconclusivos. Porém, mesmo que existisse consenso sobre a matéria, ele apenas poderia versar sobre os seus objectos de estudo, i.e., sobre os efeitos dos impostos concretos vigentes em cada país. Assim, estes estudos apenas podem fornecer algumas coordenadas em torno da complexa tarefa de coadunar os objectivos de estabilizar os mercados financeiros e fazer o sector financeiro contribuir justa e substancialmente, sem afectar seriamente a economia real, dado que não existe nenhum imposto sobre o sistema financeiro implementado à escala regional ou global que sirva de termo de comparação.

Em matéria de tributação do sector financeiro existe uma *summa divisio* entre os que a apoiam e os que se lhe opõem¹⁶⁷. Dentro da categoria que a apoia existe uma subdivisão entre os que apoiam tributos como o IAF, os que apoiam a tributação do sector em sede de IVA, os que apoiam a tributação através de contribuições e os que apoiam impostos sobre transacções financeiras – como o FTI, o CTT, o STT. A estes acrescem aqueles que entendem que os tributos sobre o sector financeiro têm efeitos ambíguos e contraditórios sobre o mesmo, adoptando uma postura quase neutra.

Neste ponto centramo-nos no debate entre os defensores e os opositores dos impostos sobre transacções (ITF – como categoria geral) no que toca ao seu impacto nos mercados financeiros e na economia real, bem como quanto às suas exequibilidade e viabilidade jurídica.

¹⁶⁷ Alguns opositores ou entendem que a regulação está melhor aparelhada para lidar com as falhas de mercado e as consequentes externalidades negativas, ou simplesmente entendem que os mercados são super-eficientes e auto-suficientes.

Apesar de existir uma vasta literatura sobre a tributação do sector financeiro, poucos são os estudos que se focam em várias das questões levantadas por tais tributos, pelo que é necessária uma leitura abrangente e coordenada para se ter uma visão ampla sobre as potenciais vantagens e inconvenientes do ITF¹⁶⁸.

Em geral, os principais argumentos invocados pelos defensores dos ITF são: 1) têm um elevado potencial gerador de receitas; 2) podem estabilizar os mercados financeiros e aumentar a sua eficiência; 3) podem reduzir os elevados rendimentos do sector financeiro; 4) podem fazer o sector financeiro contribuir justa e substancialmente para os custos das crises financeiras; 5) são hoje exequíveis técnica, administrativa e fiscalmente; 6) podem reestabelecer a igualdade fiscal ao revogar a tradicional isenção do sector em sede de IVA e compensar as distorções dessa isenção.

Por seu turno, os principais argumentos esgrimidos pelos opositores dos ITF são que: 1) desestabilizam o sector financeiro; 2) podem prejudicar o crescimento do PIB, ser repercutidos sobre os consumidores finais e gerar um efeito cascata ao tributar as transacções B2B; 3) não estão direccionados para reduzir as principais fontes de instabilidade financeira nem impedem a ocorrência de futuras crises, pelo que outras alternativas seriam melhores; 4) não são exequíveis por serem vulneráveis à evitação e evasão fiscais por meio da inovação financeira; 5) gerarão menores receitas do que as esperadas pelos seus defensores; 6) levantam algumas questões legais (em especial o ITF europeu).

12.1. Os argumentos invocados pelos defensores dos ITF

Vamos começar por analisar os mais importantes argumentos em defesa dos ITF seguindo aquela numeração.

1) A maioria dos defensores de ITF (e mesmo alguns dos seus adversários) vê-os como potenciais fontes de receitas significativas, acentuando a sua dependência do desenho fiscal concreto e da estrutura e dinâmica dos mercados. *Grosso modo*, um ITF com taxas

¹⁶⁸ Menores ainda são os estudos relativos às recentes propostas de um ITF europeu, pelo que nos centraremos nos impostos sobre transacções financeiras em geral.

entre 0,0025%-0,5% geraria receitas entre 10 biliões e 1,33 triliões de dólares anuais.

A nível institucional, a CE (2010b, 15) entende que um amplo ITF europeu de 0,1% geraria entre 145 e 372 biliões de euros; o FMI (2010, 19) considera que um amplo ITF de 0,01% arrecadaria cerca de 200 biliões de dólares anuais (apesar de considerar que outros tributos podem gerar mais receitas); a FUNDACIÓN IDEAS (2010, 61) afirma que um amplo ITF de 0,05%, a nível mundial geraria entre 333 biliões e 1,33 triliões de euros, e a nível da UE geraria entre 146 e 586 biliões de euros anuais; a ONU (2010, 10-12) considera que um ITF amplo de 0,005% (juntamente com um imposto sobre transacções cambiais de 0,0025%) geraria cerca de 80 biliões de dólares anuais; o LEADING GROUP (2011a, 62-63) estima que um tributo de 0,005% sobre todas as operações em qualquer moeda nos mercados cambiais (compensadas centralmente) poderia gerar entre 25 a 34 biliões de dólares anuais; segundo as propostas dum ITF europeu adoptadas pela CE [COM(2011) 594 final, 12; COM(2013) 71 final, 15], tal imposto geraria anualmente cerca de 57 biliões de euros na UE-27 e cerca de 31 biliões de euros nos 11 EM participantes, respectivamente.

A nível académico, quanto aos ITF, SUMMERS E SUMMERS (1989, 278-285) entendem que um amplo STT à taxa de 0,5% arrecadaria cerca de 10 biliões de dólares anuais nos EUA; SCHULMEISTER *et alii* (2008, 52) estimam que um ITF de ampla incidência objectiva e subjectiva, geraria a nível global entre 0,42% e 2,2% do PIB mundial, e a nível europeu entre 0,59% e 3,1% do PIB europeu – sendo estes os valores mínimos da taxa mais baixa e os valores máximos da taxa mais elevada de três taxas (0,1%; 0,05%; 0,01%), abrangendo três cenários de redução do volume de negociação (alto, médio e baixo)¹⁶⁹. Quanto aos CTT, além de TOBIN (*supra*, ponto 7.2), P. SPAHN (1996, 25) estima que um CTT com taxas de 1% e 0,02% sobre diversos activos cambiais geraria anualmente 32 biliões (mesmo que reduzisse os mercados cambiais a 1%) e 64 biliões de dólares, respectivamente; B. JETIN (2003, 56-57) afirma que um CTT

¹⁶⁹ Partindo dos mesmos pressupostos, SCHULMEISTER (2009a, 13) apresenta valores ligeiramente superiores. Já com dados de 2010, estima que um ITF de 0,05% num cenário médio de redução de volume geraria 653 biliões de dólares a nível global e 311 biliões de dólares a nível europeu (IDEM, 2011, 33).

de 0,1% geraria cerca de 116 biliões de dólares anuais, segundo uma certa dinâmica dos mercados; S. SPRATT (2006, 20-24) entende que um CTT global de 0,005% e de 0,01% sobre a maioria dos activos cambiais geraria respectivamente 24,26 biliões e 47 biliões de dólares; R. SCHMIDT (2007, 9) estima que um CTT de 0,005% sobre as principais moedas renderia cerca de 33,4 biliões de dólares anuais.

2) Um dos argumentos mais fortes usado em defesa dos ITF é o da sua influência na estabilização do sector financeiro. Muito sinteticamente, esta seria conseguida da seguinte forma: os ITF aumentam os custos de transacção, o que diminui o volume de transacções e a volatilidade excessiva dos preços e/ou dos retornos, ajudando a orientar os comportamentos dos agentes financeiros ao limitar essencialmente a especulação de curto prazo, mantendo e incentivando os investimentos de longo prazo. Assim se manteria a eficiência socialmente desejável dos mercados financeiros, i.e., orientada para o financiamento da economia real.

Contudo, este encadeamento lógico supõe cinco suposições básicas: i) existe negociação/liquidez excessiva nestes mercados devido ao domínio da especulação de curto prazo; ii) a especulação é desestabilizadora, pois afasta os preços dos activos dos seus valores fundamentais; iii) a maior preocupação causada pela especulação de curto prazo é a volatilidade de médio e longo prazo, devido às longas oscilações de preços e aos persistentes desvios dos valores fundamentais; iv) a dissidência entre os preços dos activos e os seus valores fundamentais favorece o domínio da especulação sobre a economia real, prejudicando-a; v) os ITF afectam as transacções especulativas quanto mais curto for o seu prazo (SCHULMEISTER *et alii*, 2008, 7).

Começando pelos estudos teóricos, KEYNES (1996, 159 e s.) afirmou que as expectativas dos rendimentos esperados dependem de dois factores: os factos existentes e as previsões de eventos futuros - sendo estes últimos designados por “estado da expectativa a longo prazo”, que depende da previsão (projectão no futuro de um cenário actual modificado) e da confiança individual nessa previsão. Considerando que o conhecimento dos factores que regem o rendimento de um investimento a longo prazo é em geral muito limitado, entende que os mercados financeiros organizados têm um papel dúplice, pois se facilitam o investimento, também geram

instabilidade, dado que se as reavaliações diárias dos investimentos pelas Bolsas de Valores facilitam as decisões de investimento individual (embora não sejam socialmente úteis), elas influenciam decisivamente o volume de investimento actual – em parte porque certos tipos de investimento são orientados pelas expectativas individuais dos agentes financeiros e não pelas dos empresários (sendo que as expectativas daqueles se baseiam em muitas considerações irrelevantes para o rendimento esperado e na confiança na continuidade e estabilidade das suas previsões de curto prazo). Isto deve-se em parte ao aumento da proporção de agentes ignorantes face aos agentes informados, o que pode gerar mudanças violentas na avaliação do mercado com base em informações irrelevantes para a economia real, pois os especuladores e investidores profissionais preocupam-se mais em anteceder a previsão de mudanças de curto prazo, e consequentemente com os preços de mercado, do que com os valores económicos fundamentais, sendo os “objectivos reais e secretos” destes manipular as massas e jogar com activos desligados dos seus valores fundamentais, gerando entre eles uma disputa pela antecipação da informação semelhante ao jogo da cadeira musical, mesmo sabendo que quando a musica acabar “alguém ficará sem assento”¹⁷⁰. Notou assim que é mais fácil, barato e menos arriscado jogar este jogo do que investir a longo prazo, prevalecendo a especulação sobre o empreendimento (ou os casinos sobre a economia), não raro dando origem a bolhas especulativas, lembrando ainda que as decisões dos investidores de longo prazo dependem de factores humanos (v.g. a confiança, o humor, a vontade, a ignorância) e não de estritos cálculos aritméticos.

Nesta linha, também TOBIN (1978, 153-154 e 157) defendeu que o grande problema dos mercados cambiais após o fim de Bretton Woods não era o do tipo de taxas cambiais, mas antes o da “excessiva mobilidade internacional de capital financeiro privado”¹⁷¹ (devido aos baixos custos das transacções, às rápidas comunicações e a eficazes ligações internacionais entre mercados), transmitindo as

¹⁷⁰ Entendendo o Autor que os especuladores se dedicam a adivinhar qual é a opinião geral da opinião geral, sendo que muitos deles aprofundam este exercício abstracto.

¹⁷¹ Sobretudo quando comparada com a das mercadorias, do trabalho e dos seus preços/salários.

anomalias derivadas dos mercados financeiros internacionais, a que acresce o da especulação cambial¹⁷² (sobretudo de curto prazo, que além de pouco ou nada contribuírem para os investimentos de longo prazo, distorciam os sinais que os mercados cambiais enviavam para os investimentos de longo prazo e para a economia – 1994, 70; 1996a, 495-496; 1996b; 2000), ambos impedindo os Governos de responder adequadamente sem pôr em causa os objectivos político-económicos nacionais. Por outro lado, defendendo a importância dos mercados financeiros para a economia, Tobin (1984, 6 e s.) afirmou ainda existirem volume, especulação e volatilidade excessivos nestes mercados (i.e., não justificados pela economia real), sendo poucas as transacções financeiras relacionadas com a economia real, bem como que consideráveis recursos humanos e financeiros eram despendidos neste sector (*ibidem* 1, 3-5, 14-15).

Assim também entendem SUMMERS E SUMMERS (1989, 261-274), que comparando os mercados financeiros das décadas de 60 e 80, constatam que os mercados estão mais volumosos, em parte devido às várias facilidades de negociação, o que pode torná-los mais voláteis, especulativos e consequentemente menos eficientes (pois consideram que o aumento do volume não só não é benéfico como pode prejudicar os mercados financeiros - v.g. pode afastar os preços dos valores fundamentais e provocar uma má alocação do investimento). Em especial, contestando a teoria dos mercados eficientes, entendem existir excessiva volatilidade nos mercados, dado as oscilações dos preços muitas vezes não reflectirem as alterações nos valores fundamentais, e que o volume e liquidez excessivos estimulam a especulação nociva, que por seu turno é fonte de volatilidade dos preços. Estes Autores entendem ainda que os mercados financeiros empregam excessivos recursos financeiros e humanos (parte deles despendidos na obtenção de informação), além de que apenas uma pequena parte dos fluxos de capital nestes mercados serve para financiar a economia real. Por fim, consideram que a actividade especulativa é um jogo de soma zero que gera ganhos privados muito superiores aos sociais, devendo alargar-se os horizontes temporais da negociação¹⁷³.

¹⁷² Entendendo que “na ausência de qualquer consenso sobre os fundamentos, os mercados são dominados [...] pelos comerciantes no jogo de adivinhar o que os outros comerciantes vão pensar” (1978, 158).

¹⁷³ Neste sentido vai também STIGLITZ (1989, 102 e s.) – ver *supra* 7.3.

Mais recentemente, SCHULMEISTER *et alii* (2008, 8-13, 17-45)¹⁷⁴, analisando o comportamento dos mercados financeiros nas décadas passadas, constataam que *entre 1990 e 2006 as transacções financeiras se desenvolveram muito mais (e a um ritmo superior) do que as transacções da “economia real”, tendo sido o volume global de todas as transacções financeiras cerca de 70 vezes superior ao PIB nominal mundial em 2006, devido ao aumento espetacular das transacções de derivados, já que a negociação de instrumentos à vista se manteve a par do PIB (também o volume das transacções cambiais é cerca de 70 vezes superior ao comércio mundial de bens e serviços). Daqui concluem que os mercados financeiros são caracterizados por excessivas liquidez e volatilidade dos preços, o que conduz a um grande desvio dos seus equilíbrios fundamentais* (contradizendo assim as teorias do equilíbrio e da eficiência do mercado, que tradicionalmente vêm justificando a volatilidade dos preços com o acompanhamento das alterações dos valores fundamentais)¹⁷⁵. Atendendo a esta dinâmica, consideram que os efeitos cumulativos das transacções especulativas de curto prazo são desestabilizadores a curto e a longo prazo, para isso contribuindo muito os sistemas de negociação técnica (dado que fortalecem e prolongam as corridas de preços de curto prazo – gerando tendências “altistas” e “baixistas” de médio e longo prazo – e porque são cada vez mais baseados em dados intra-diários de alta frequência, não reflectindo os valores fundamentais).

Entendem assim que um diminuto ITF que incidisse sobre as transacções de (muito) curto prazo, especialmente sobre as resultantes de sistemas de negociação técnica (v.g. HFT), iria reduzir a excessiva liquidez dos mercados financeiros, e assim estabilizá-los, uma vez que afectaria mais aquelas que tivessem menores custos de transacção e maior efeito de alavancagem (aumentando os seus custos) – afectando sobretudo as transacções especulativas nefastas e não as que são orientadas a longo prazo (próximas dos valores fundamentais) ou as utilizadas na cobertura de riscos. Este imposto deveria incidir sobre o valor nocional de cada transacção, com taxas variáveis entre 0,1% e

¹⁷⁴ S. SCHULMEISTER reitera esta posição de forma ligeiramente actualizada (2009a, 5-12; 2011, 7-13; 2012).

¹⁷⁵ Notam ainda que em 2006 as transacções financeiras totais na economia global foram 68 vezes superiores ao PIB nominal mundial, tendo essa diferença sido considerável entre 2000 e 2006, e que as transacções totais na Europa e América do Norte foram quase 100 vezes superiores aos respectivos PIB's nominais. De qualquer forma, o volume de transacções de derivados é muito superior ao de transacções à vista tanto a nível mundial como regional.

0,01%, incidindo sobre a maioria das operações ocorridas em Bolsa e OTC. Contudo, embora considerem que um ITF vai reduzir a profundidade de futuras crises, reconhecem que não vai evitá-las.

Por fim, sublinhamos a importante chamada de atenção dos Autores para o facto de boa parte da controvérsia entre defensores e adversários do ITF se dever às diferentes percepções de ambas as facções acerca do funcionamento dos mercados financeiros em geral, atribuindo significados distintos aos mesmos conceitos, em especial¹⁷⁶.

Em complemento desta teoria, S. SCHULMEISTER (2011, 14 e s.) entende ainda que o ITF: i) não aumenta os custos do capital, pois não altera nem o valor de mercado dos activos nem o seu valor fundamental (dado que os especuladores de curto prazo apenas se preocupam com os valores presentes e os investidores só terão de pagar o ITF uma vez); ii) ao penalizar a negociação mais frequente iria reduzir a liquidez e volatilidade excessivas e auxiliar a descoberta dos preços, supondo que nos mercados financeiros a negociação gera tendências “altistas” e “baixistas” de longo prazo, desviando os preços dos valores fundamentais, e que estas são exploradas e reforçadas pelos agentes através de sistemas de negociação técnica; iii) não gera “efeitos cascata”, pois as transacções financeiras não representam *inputs/ outputs* intermédios, antes estabiliza o sistema financeiro ao incidir sobre a especulação de curto prazo e tendo uma repercussão menor do que outros tributos; iv) não afectará as operações de cobertura de risco, pois estas deveriam ser isentas (cada

¹⁷⁶ São elas: i) quanto à volatilidade, os oponentes atribuem-lhe o sentido de oscilação estatística dos preços no curto prazo, enquanto que os defensores do ITF lhe atribuem o sentido de desvio dos preços dos seus valores fundamentais – entendendo os Autores que a controvérsia se agrava pelo facto destes dois sentidos serem mutuamente independentes, e por o sentido prevalecente nos estudo empíricos ser o da volatilidade estatística de curto prazo, pelo que o impacto de um ITF sobre os mercados a médio e longo prazo não pode basear-se nesses estudos; ii) consideram que os estudos empíricos sobre a relação entre os custos de transacção e a volatilidade dos preços não distinguem a liquidez e a volatilidade básicas da liquidez e volatilidade excessivas, o que contribui para a inconclusividade desses estudos; iii) quanto à relação entre um ITF e os volumes de negócios, entendem que os estudos da especialidade apresentam falhas metodológicas e de medição dum ITF, uma vez que tentam generalizar a partir de alguns casos concretos (quando a relação entre um ITF e os mercados financeiros depende sempre do desenho concreto do imposto e das circunstâncias concretas dos mercados) – *ibidem*, 6-13 e 20.

instrumento financeiro teria um código atribuído por um sistema de classificação padrão similar ao existente no comércio internacional), mas ainda que não fossem, sempre seriam pouco afectadas porque visam a detenção de activos¹⁷⁷.

Já no que toca ao impacto do ITF sobre o crescimento económico, GRIFFIT-JONES/PERSAUD (2012, 1-7) defendem que um ITF correctamente desenhado e implementado teria efeitos positivos sobre o PIB em 0,25%, ao contrário do estudo da CE que prevê efeitos negativos entre os -0,53% e os -0,2%, criticando o modelo usado nesse estudo por ser imperfeito, bem como por não ter em atenção vários efeitos positivos do ITF (v.g. redução do risco sistémico ao reduzir os *noise traders* e as HFT; orientar os comportamentos para o longo prazo; afectação das receitas para a consolidação orçamental e reduzir outros impostos).

Por outro lado, quanto aos estudos empíricos, notamos que são muito poucos os que fornecem dados favoráveis aos ITF. As-

¹⁷⁷ No sentido de SCHULMEISTER *et alii* (2008) e SCHULMEISTER (2011) vai a FUNDACIÓN IDEAS (2010, 19-35 e 69-71), apesar de notar que o ITF pode ter um diminuto impacto sobre transacções eficientes e a economia real. Contudo, outros Autores tem opiniões ambíguas. LENDVAIY/ RACIBORSKIZ/ VOGEL (2012, sobretudo 16 e s.), realizando um estudo de laboratório sobre o impacto do STT nos mercados financeiros e a economia real, usando um modelo de equilíbrio geral, dinâmico e estocástico (que abrange vários agentes e cenários, incluindo *noise traders*), concluem que um STT de 0,14% aumenta os custos de capital entre 0,04% e 0,05% (pois diminui os preços das acções e aumenta os seus retornos), diminui em 0,4% o estoque de capital a longo prazo e o PIB real em 0,2%, ao mesmo tempo que reduz a volatilidade do investimento físico em 4% e da produção em 1% (pois reduz a negociação de curto prazo e a volatilidade dos preços). Já para DARVAS / WEIZSÄCKER (2011, 458 e s.), o ITF como imposto correctivo é mais convincente do que como fonte de receitas, pois: i) se os mercados forem considerados eficientes, o ITF iria afectar as funções de cobertura e distribuição de riscos, ter dificuldades técnicas de aplicação e ter dificuldades quanto à obtenção e distribuição das receitas para fins globais; ii) se se reconhecer que estes mercados geram externalidades negativas, um ITF diminuto poderia contribuir para reduzir a especulação de curto prazo (v.g. HFT) e complementar a regulação – embora entendam que não iria diminuir significativamente a volatilidade nem o volume de negociação, mas iria aumentar os custos de financiamento da economia real. Contudo, porque o ITF pode afectar não só as transacções nocivas como as benéficas, defendem um amplo ITF de taxa reduzida para internalizar os custos das externalidades negativas, embora deva ser complementado ou substituído por tributos mais orientados para estabilizar o sector financeiro.

sim, R. SHILLER (1981, 424 e s.), usando dados dos preços das acções dos índices S&P (entre 1871 e 1979) e Dow Jones (entre 1928 e 1979), analisados através de um modelo “de mercados eficientes” e um modelo alternativo, conclui que da comparação dos dados resulta que “as medidas da volatilidade dos preços sobre o século passado parecem demasiado elevadas (5 a 13 vezes mais) para serem atribuídas a nova informação sobre os dividendos reais futuros”, se a incerteza sobre os futuros dividendos for medida pelas amostras de desvio padrão em torno do exponencial crescimento de longo prazo – sendo que “a falência do modelo dos mercados eficientes é tão dramática que não pode ser atribuída a erros de dados problemas de índices ou mudanças legais”.

Depois, R. ROLL (1989, 227-241), procurando compreender e explicar o *crash* de 1987, investigou 23 países nos 5 continentes para aferir a influência dos *circuit breakers*, das exigências de margem e dos impostos sobre transacções financeiras sobre a volatilidade dos preços, entre 1987 e 1989. Ao comparar os valores obtidos nos diversos países, concluiu que tanto antes e depois do *crash*, como nos períodos normais e mais conturbados, não existe uma relação significativa entre estes três tipos de instrumentos regulatórios e a volatilidade – embora nos períodos mais conturbados note uma insignificante relação negativa (i.e., inversa) entre a volatilidade e as exigências de margem e os impostos sobre transacções.

Já S. LIU /Z. ZHU (2009, 67-82) tentaram encontrar uma relação entre a volatilidade dos preços e a desregulação total das comissões nas Bolsas de valores japonesas em 1999, usando os dados do índice TOPIX e de três sub-índices de acções grandes, médias e pequenas como portfólios de tratamento, e os dados do índice American Depository Receipts e de três sub-índices de acções asiáticas como portfólios de controlo não sujeitos às comissões japonesas, no período compreendido entre um ano antes e depois do dia da desregulação das comissões japonesas – sendo todos os portfólios medidos pelo valor. Comparando os vários dados e usando vários métodos, concluem que existe uma significativa e consistente relação negativa entre a desregulação das comissões japonesas e o aumento do volume de negociação individual de acções e da volatilidade dos preços, desestabilizando o mercado de capital japonês.

3) Como foi dito no ponto anterior, vários Autores defendem que existem excessivos volume de negociação, liquidez, especulação de curto prazo e volatilidade dos preços dos activos, o que conduz frequentemente a tendências de preços desviados mais ou menos longas, e não raro a bolhas (cada vez mais exploradas e reforçadas por sistemas de negociação técnica, *maxime* HFT), consequentemente desestabilizando o sistema financeiro e a economia real¹⁷⁸.

Não obstante, sublinham que o sector financeiro emprega demasiados recursos humanos e financeiros no jogo de soma-zero de adivinhar o que os outros pensam, investindo frequentemente na antecipação de informação (muitas vezes socialmente inútil), para isso recorrendo cada vez mais aos sistemas electrónicos de negociação de elevada frequência e velocidade.

Depois, outros Autores têm vindo a referir que a isenção do sector financeiro do IVA leva a uma receita fiscal cessante de vários milhões e que o volume de negociação total global excede em várias dezenas o PIB global, sugerindo que o sector financeiro há já muito não realiza a sua finalidade primordial de um adequado financiamento da economia real, quiçá gerando também assim os seus elevados rendimentos¹⁷⁹.

Ora, um ITF que penalizasse a especulação nociva de curto prazo, *maxime* as HFT, incidindo mais fortemente sobre os métodos de negociação frequente e de alta velocidade, não só iria estabilizar o sector financeiro e incentivar o investimento a médio e a longo prazo (logo mais próximo dos valores fundamentais), como iria reduzir radicalmente (*proprio sensu*) as elevadas rendas¹⁸⁰ que o sector

¹⁷⁸ À lista de Autores que consideram que os mercados são instáveis e desestabilizadores, podendo ser refreados por um ITF, poderíamos acrescentar outros, v.g., H. PATOMÁKI (2009), B. BARCLAY (2010), S. SCHNEIDER (2012), C. SIELING (2012), GOTTlieb/ IMPAVIDO/ IVANOVA (2012), J. CORKERY/K. ZORNADA (2012), D. SCHÄFER (2012), LI/TANG/SHANG/WANG (2013).

¹⁷⁹ Isto para não falar dos benefícios imediatos e mediatos das instituições TBTF, que não só obtêm financiamento mais barato por terem garantias de resgate, como eventualmente beneficiam de resgates (em grande parte) à custa dos contribuintes gerais.

¹⁸⁰ Um estudo da CE (CSWPIA, 2011, vol. 5, 5-21), que compara as compensações (salários, bónus, planos de seguro a longo prazo e opções) de diferentes directores executivos de diferentes sectores da economia, de entre diversos países, usando dados de milhares de directores e empresas entre 2002 e 2007, conclui que existem ganhos significativos no sector financeiro (cerca de 40% do total

tem vindo a auferir ao longo das últimas décadas – supondo naturalmente uma eficácia fiscal que supera as dificuldades técnicas e administrativas do ITF.

4) O argumento de que o ITF pode fazer o sector financeiro contribuir de forma justa e significativa para os custos da recente crise, parece resultar de certa forma implicitamente do que foi dito, não obstante ser expressamente defendido pela CE, nas propostas de ITF e nos CSWPIA (2011 e 2013), e aparentemente por SCHNEIDER (2012, 159).

Na exposição de motivos das propostas de 2011 (p. 2) e 2013 (p. 4) este é um dos objectivos visados com o ITF europeu, embora, apesar da formulação, atentos os conteúdos das propostas não nos pareça distinto do objectivo fiscal de obtenção de receitas para cobrir as despesas gerais dos EM (embora em parte causadas pela recente crise), pois nem se tributam as rendas do sector, nem os seus passivos, vendo antes este sector como fonte de receitas (quase inexplorada) de *ultima ratio*, e não uma fonte primária de compensação dos custos causados. Como a CE (CSWPIA, 2011, vol. 1, 26 e 33-34) reconhece, este não é um objectivo fácil de alcançar, apesar de se referir à repercussão económica do ITF. Todavia, dado que o ITF proposto tem uma ampla incidência objectiva e subjectiva, bem como baixas taxas, embora possa ser evitado/evadido e repercutido como qualquer tributo, tem todas as condições para fazer o sector contribuir mais justa e significativamente – arrecadando receitas e compensando a isenção do IVA.

5) A maioria dos defensores dos ITF considera-os técnica, administrativa e fiscalmente exequíveis, desde que tenham uma ampla incidência objectiva e subjectiva, e tenham a maior amplitude geográfica possível (embora alguns entendam que seria ainda exequível apenas nos maiores centros financeiros, ou mesmo num só Estado), pois, se por um lado os desenvolvimentos tecnológicos

da amostra), embora haja alguma heterogeneidade entre os subsectores financeiros. Em especial, estimando as compensações totais médias (de todos os sectores e países estudados) em 2,8 milhões de dólares, a média do sector financeiro é de 3,1 milhões, bem como que no geral os directores do sector financeiro recebem mais do que os dos outros sectores, e nos EUA as compensações variáveis no sector financeiro excedem os pagamentos fixos em 10 vezes.

foram aplicados na facilitação da negociação nos mercados financeiros (sobretudo os sistemas de informação, liquidação e compensação centrais – v.g. Swift, Crest, CLS Bank), por outro eles facilitam também a aplicação e o controlo dos ITF, superando boa parte do planeamento fiscal (e.g. substituindo os activos e/ou os mercados tributáveis por outros não tributáveis)¹⁸¹.

SCHULMEISTER *et alii* (2008, 53 e s.)¹⁸² defendem um ITF geral e uniforme com taxas baixas (0,1%- 0,01%), devendo ter uma ampla incidência objectiva (incluindo todas as transacções à vista e derivados negociados nos mercados organizados, e alguns instrumentos negociados OTC), mas isentando as transacções estreitamente relacionadas com a economia real e as operações entre as instituições financeiras e os clientes. Só as operações ocorridas nas bolsas de valores são tributáveis, sendo o ITF cobrado pelas próprias bolsas através dos sistemas electrónicos de liquidação e compensação (mesmo para as operações OTC), sendo cada parte negocial devedora de 50% do ITF. Contudo, entendem que o ITF deve ser implementado em três fases, das quais o ITF geral e uniforme é a última, devendo começar por se tributar os instrumentos à vista e os derivados negociados nas bolsas dos principais centros financeiros, passando depois a integrar as operações negociadas OTC e por fim os mercados cambiais. Desenhado e implementado assim, crêem que o ITF não estimularia o planeamento fiscal das principais operações financeiras negociadas em mercados organizados e OTC, dada a sua elevada concentração em poucos países. Depois, consideram que um ITF poderia ser ajustado a um pequeno grupo de países sobre os seus mercados, sendo exequível e com baixos custos administrativos, ao mesmo tempo que teriam taxas adequadas para estabilizar os mercados sem prejudicar as receitas.

¹⁸¹ V.g. FUNDACIÓN IDEAS (2010), ONU (2010), R. SCHMIDT (2010), McCULLOCH / PACILLO (2010), LEADING GROUP (2011a), S. SCHNEIDER (2012). Em especial, T. MATHESON (2011, 27-35) defende que o ITF deve ter uma ampla base (instrumentos originários e derivados; mercados organizados e OTC), taxas baixas (podendo incidir diferentemente sobre os diferentes tipos de instrumentos), sendo ainda exequível se for unilateralmente implementado, embora seja preferível coordenação internacional, dependendo o seu sucesso muito do seu desenho concreto, embora possa servir-se de mecanismos administrativos e legais para reforçar o cumprimento.

¹⁸² No mesmo sentido vai SCHULMEISTER (2009a, 15-16).

Mais recentemente, no seguimento daquela tese, SCHULMEISTER (2011, 34-58, e 2012) explora a viabilidade técnica de um ITF geral, entendendo que se pode optar entre as abordagens de cobrança centralizada e descentralizada, quer nos mercados organizados, quer nos mercados OTC.

Nos mercados organizados, a abordagem centralizada seria a mais simples, consistindo na cobrança do ITF (por cada transacção ocorrida) através de sistemas electrónicos de liquidação, embora existam dificuldades se não for implementado nos maiores centros financeiros (v.g. existiria maior migração para mercados não tributáveis) e mesmo que o seja (v.g. dificuldades de repartição de receitas), sugerindo por isso que na Europa seja implementado em Londres e Frankfurt, e que as receitas sejam tripartidas entre os países dos mercados tributados, os países de onde derivam as transacções e os fins supranacionais ou mundiais. Já a abordagem descentralizada consistiria na cobrança do ITF pelos bancos e corretores por cada ordem que executem por conta de clientes residentes num país ITF, tendo a vantagem de permitir uma coordenação entre um pequeno grupo de países, embora tenha a desvantagem de encarecer a negociação de curto prazo, induzindo a sua emigração – por isso propõe que o ITF seja complementado com um tributo elevado sobre as saídas destas operações (e.g. 2%), bem como a criação de um sistema de classificação padrão de instrumentos financeiros semelhante ao usado no comércio internacional.

A principal diferença entre as duas abordagens é que os responsáveis pela cobrança e pagamento do ITF são os mercados organizados (na centralizada) e as instituições financeiras (na descentralizada).

Já nos mercados OTC, a abordagem centralizada consistiria na cobrança do ITF pelas Plataformas de Contrapartes Centrais Globais (sistema electrónico de compensação de transacções), tornando os mercados mais eficientes, regulados e supervisionados. Todavia, porque este sistema é privado, a introdução unilateral do ITF num país iria provocar uma deslocalização ou substituição desse sistema, pelo que o Autor entende ser exequível apenas se houver um consenso entre um grupo de países. Já a abordagem descentralizada consistiria na cobrança do ITF pelos bancos sediados num país ITF que realizassem transacções OTC em nome e por conta

próprios ou de outrem (pois todas as operações OTC são realizadas por bancos), sendo devida metade da taxa se uma das partes residir fora de um país ITF. Este método tem como vantagem poder implementar um ITF unilateralmente, embora o planeamento fiscal pudesse ser reduzido se houvesse uma coordenação entre os maiores centros financeiros.

Depois, o Autor testa estas abordagens em dois cenários: I) apenas um pequeno grupo de EM implementa o ITF; II) todos os EM com importantes centros financeiros implementam o ITF.

O Autor entende que relativamente aos mercados organizados, no cenário I a melhor opção seria a abordagem descentralizada (pois as outras gerariam uma deslocalização das transacções considerável), ao passo que no cenário II a melhor opção seria a abordagem mista (i.e., tributar-se-iam todas as transacções nos mercados organizados dos países ITF e todas as ordens dadas por agentes dos países ITF em mercados organizados estrangeiros, abrangendo cerca de metade das operações globais ocorridas nestes mercados). Já em relação aos mercados OTC, no cenário I a melhor solução é a abordagem descentralizada (apenas se não houver consenso sobre as funções da Plataforma de Contraparte Central); já quanto ao cenário II a melhor solução seria a abordagem centralizada. Em suma, o Autor entende que as maiores dificuldades de implementação do ITF são políticas e não técnicas, administrativas ou fiscais, aconselhando que qualquer das abordagens fosse complementada pelo imposto sobre transferência de fundos para o estrangeiro.

Um outro importante contributo sobre este ponto é o de BRONDOLO (2011, 6-45), que exemplifica como um ITF poderia ser aplicado nos mercados organizados, OTC e cambiais – embora a cobrança do ITF seja mais fácil nos mercados organizados do que nos restantes, pois dispõem de sistemas técnicos de compensação e liquidação centralizados (pelos quais têm de passar as transacções) e porque estão mais regulados; já nos mercados OTC existe uma multiplicidade de instrumentos e de agentes que executam as transacções, uma ausência de sistemas de compensação/liquidação centralizados e a negociação ocorre sobretudo entre instituições financeiras; os mercados cambiais são intrinsecamente globais e muitos dos seus instrumentos são negociados OTC, sendo a maioria dos seus agentes instituições e intermediários financeiros (embora o sis-

tema de liquidação centralizado CLS Bank facilite a sua tributação).

O Autor entende que para que o ITF seja exequível: i) o âmbito de aplicação territorial deve basear-se no local onde ocorrem as transacções (nos mercados organizados), estabelecer-se uma definição internacional dos sujeitos passivos, ou então estabelecer que as partes residentes num Estado ITF paguem metade do imposto e cobrem a outra metade nas negociações com não residentes (mercados OTC), ou basear-se em ambos os métodos (mercados cambiais), consoante as operações cambiais ocorram em mercados organizados ou OTC; ii) nos três mercados, o facto tributável deve consistir nas transferências de titularidade dos instrumentos e as transacções que envolvam efeitos análogos (v.g. direitos de compra/venda de instrumentos financeiros; trocas de pagamento), devendo a ocorrência do facto tributário basear-se numa regra mista (segundo a qual o ITF seria exigível no momento da transferência pecuniária, se o valor tributável só for conhecido após a celebração do contrato, ou no momento da celebração do contrato, quando só então for estipulado); iii) o valor tributável deve consistir no valor do pagamento devido pela contraparte em cada transacção (mercados organizados), devendo ser o valor do pagamento bruto nos casos em que o montante transferido não reflecte o valor do contrato – v.g. certos derivados de taxas de juro ou câmbio (mercados OTC e cambiais); iv) os sujeitos tributáveis devem ser as partes, devendo cada uma metade do ITF; v) nos mercados organizados a cobrança deve ser efectuada pelos mesmos; nos mercados OTC e cambial deveria variar consoante houvesse sistemas técnicos de compensação/liquidação (caso em que estes efectuariam a cobrança) ou não os houvesse (caso em que se as partes forem *broker-dealers* ou grandes instituições financeiras, cada uma paga metade do ITF; se só uma delas o for, essa parte paga metade e cobra metade à outra parte).

Além do mais, existem exemplos de tributação unilateral sobre os três tipos de mercado: o Stamp Duty britânico e o STT belga nos mercados organizados; o imposto de selo suíço nos mercados OTC; o IOF brasileiro também no mercado cambial (ver Anexo II).

Contudo, para se evitarem os riscos de evasão fiscal e de substituição de mercados ou de activos, o Autor sugere a maior incidência objectiva possível, a sanção do não pagamento do ITF com a ineficácia jurídica da transacção, a implementação de um tributo

elevado sobre saídas de activos, a utilização conjunta dos princípios da residência e da emissão, o recurso a cláusulas anti-abuso, uma implementação do ITF nos principais centros financeiros, uma ampla definição dos instrumentos e a exigência de registo dos agentes e activos – embora reconheça que muitas destas soluções sejam mais dispendiosas e tenham alguns inconvenientes¹⁸³.

6) Alguns estudos alegam que os ITF compensariam a isenção do sector financeiro em sede de IVA, tanto em termos de distorções económicas como jurídico-fiscais.

Como vimos atrás (ponto 6.1), desde a sua implementação a nível comunitário que o IVA isenta a maioria dos serviços financeiros, tradicionalmente justificando-a com dificuldades técnicas e administrativas (*maxime* com a dificuldade de tributar o valor criado por certos serviços financeiros, pois é baseado na margem, i.e., aqueles não são explicitamente cobrados).

Do ponto de vista económico, segundo alguns Autores, esta isenção gera algumas distorções, dado que aumenta os custos dos serviços financeiros entre empresários (B2B) e diminui os custos do consumo final destes serviços (B2C)¹⁸⁴, gerando também uma entorse ao princípio da igualdade fiscal (desde logo na sua vertente de generalidade ou universalidade), o que acaba por se reflectir na diminuição das receitas fiscais. Ora, o ITF poderia resolver adequadamente estas distorções, compensando a isenção do IVA (o que poderia exigir uma medida correctiva do IVA, como a extensão da isenção aos empresários que fornecem os *inputs* às instituições financeiras, ou aos que adquirem os seus *outputs*, para neutralizar os efeitos cascata), ao mesmo tempo que geraria significativas somas pecuniárias que poderiam ser destinadas a diversos fins (v.g. a redução de impostos distorcivos existentes, bens públicos regionais ou globais – como a estabilização do sector financeiro ou o financiamento do orçamento comunitário).

Assim, SCHULMEISTER *et alii* (2008, 52) e SCHULMEISTER (2009a, 14-15) consideram que um ITF geral de 0,01% seria um

¹⁸³ Num sentido muito próximo vão GRIFFITH-JONES / PERSAUD (2012, 7 e s.).

¹⁸⁴ Embora isto esteja longe de ser líquido, pois o IVA oculto poderá ser mais ou menos repercutido para os intermediários e consumidores finais, consoante a elasticidade da oferta e da procura destes serviços.

substituto próximo do hipotético IVA sobre os serviços financeiros, pois geraria receitas semelhantes às deste.

Já a CE (CSWPPIA, Vol.1, 13-15, 27, 34-35; e propostas de ITF de 2011 e 2013, 2 e 4, resp.), entendendo que a isenção do sector em sede de IVA pode traduzir-se numa vantagem fiscal entre 0,11% e 0,17% do PIB, atribui ao ITF a finalidade de alcançar a equidade fiscal – embora reconheça que o IAF é um substituto do IVA mais eficaz do que o ITF, dado que aquele tributa o valor acrescentado pelo método aditivo, ao passo que este mantém a isenção de alguns dos serviços isentos pelo IVA. Além do mais, entende ser o ITF alheio às preocupações de neutralidade e de não produção de efeitos cascata, que subjazem ao sistema de IVA da UE. Contudo, porque também reconhece falhas ao IAF, considera preferível uma alteração do sistema de IVA¹⁸⁵.

12.2. *Os argumentos esgrimidos pelos adversários dos ITF*¹⁸⁶

Passamos agora a analisar os argumentos mais importantes contra os ITF.

1) Uma das principais críticas dirigidas aos ITF é a de que desestabilizam o sector financeiro, pois aumentam os custos de transacção, reduzem o volume de negociação, diminuem a liquidez e os preços dos activos, aumentam a volatilidade dos preços e/ou retornos dos activos e os custos de capital para as empresas. Além

¹⁸⁵ LOCKWOOD (2011, 97 e s.), usando um quadro conceptual baseado nos dados nacionais de 26 EM da UE de 2000 a 2007, obtém resultados ambíguos sobre a remoção da isenção dos serviços financeiros em IVA, pois ora os efeitos são quase neutros, ora existe uma perda de receita em cerca de 7 biliões de euros. Já BUETTNER/ERBE (2012a, 17 e s.), usando um modelo de equilíbrio geral sofisticado baseado nos dados alemães, calculam que se houver dedução parcial do IVA pago nos *inputs*, a remoção da isenção na Alemanha traduz-se num ganho de 1,2 biliões de euros por ano, podendo resultar num ganho de bem-estar de 0,675 biliões de euros se houver uma compensação das distorções de certos impostos.

¹⁸⁶ Quanto a alguns destes pontos, note-se que a CE (CSWPPIA, 2011, 45-55) confessa existirem eventuais impactos negativos do ITF sobre os custos de capital, o PIB, as receitas fiscais, o desemprego, concorrência económica, bem como poderem existir efeitos cascata nas transacções B2B. Porém, na CSWPPIA de 2013 (44-49) entende que se as receitas forem bem empregues o impacto geral do ITF pode ser positivo.

do mais, alega-se que nem todas as transacções de curto prazo são especulativas, sendo difícil de distinguir os dois tipos especulativos, assim como que a especulação nem sempre é excessiva (podendo ser estabilizadora) – pelo que os ITF poderiam incidir sobre ambas. Por outro lado, afirma-se ainda que os argumentos contrários ao ITF como estabilizador dos mercados financeiros têm amplo suporte entre os estudos empíricos – ao contrário do que sucede com os argumentos *pro* ITF¹⁸⁷.

A nível teórico, SCHWERT/SEGUIN (1993, 32-34), baseando-se sobretudo em estudos acerca dos efeitos dos custos gerais das transacções sobre os mercados financeiros, concluem que um STT de 0,5% provavelmente reduziria o volume de negociação e o preço dos activos, e aumentaria a volatilidade – como sugere a ausência de propostas de um STT estadunidense sobre títulos de dívida pública – embora reconheçam a dificuldade de calcular os efeitos do STT, dada a escassez dos estudos empíricos mais relevantes.

Já P. KUPIEC (1996, 116 e s.) contesta os alegados efeitos estabilizadores do STT, pois eles supõem que a especulação de curto prazo é nociva e que o STT incidiria mais fortemente sobre ela.

O Autor considera o argumento enganador e em grande parte incorrecto, porque, por um lado, um STT desencoraja não só os operadores económicos desestabilizadores como os agentes racionais estabilizadores, alterando não só o volume de negócios como os preços dos activos relativos; por outro lado, um STT pode reduzir a volatilidade dos preços dos activos e aumentar a volatilidade dos seus retornos se o impacto negativo do STT sobre os preços dos activos superar os seus efeitos atenuantes sobre a volatilidade dos preços. Considerando a volatilidade dos retornos dos activos mais importante do que a dos preços, dado ser decisiva na formação dos preços dos activos, elaborou um modelo econométrico para medir o impacto do STT sobre ela, baseando-se num equilíbrio multiperíodico [composto por agentes racionais e irracionais (*noise traders*), optimistas e pessimistas, categorizados em quatro gerações – partindo todos das mesmas condições iniciais].

¹⁸⁷ A nível institucional, ver as críticas da CE e do FMI – *supra*, ponto 8.2. A nível académico teórico, além dos referidos abaixo, *vg.* T. WORSTALL (2011) e NEIRA/JULIÁN/ANIA (2013). Já SHAVIRO (2012, 26) entende ser duvidosa a eficácia estabilizadora do ITF nos mercados financeiros, dadas as contradições existentes na literatura financeira.

Admitindo uma volatilidade excessiva na ausência de um STT e na presença de *noise traders*, e uma redução da volatilidade dos preços devido ao STT, conclui que este pode reduzir a volatilidade dos preços, ao desencorajar os agentes racionais, mas poderá reduzir mais intensamente o preço dos activos e aumentar a volatilidade dos retornos dos activos.

Por sua vez, HABERMEIER/KIRILENKO (2003, 171-178) consideram que os efeitos de um STT nos mercados financeiros dependem da resposta a quatro questões: quão importantes são as negociações/transacções; o que causa a volatilidade dos preços; como são formados os preços; quão valioso é o volume de transacções. Primeiro, entendem que a importância das negociações nos mercados financeiros depende da forma como é conduzida (tendo os intermediários a maior importância, pois aumentam a liquidez, assumem riscos substanciais e estabilizam os preços). Depois, afirmam que a volatilidade resulta fundamentalmente da variação das informações pública e privada, bem como do próprio processo de negociação (v.g. os custos de transacção e outras fricções de mercado), embora com diferentes intensidades. Em terceiro lugar, entendem que, nos mercados reais, os preços podem desviar-se dos valores baseados na informação, devido aos custos de transacção (ainda que diminutos), tornando o reequilíbrio dos portfólios muito caro e inexecutável. Por fim, consideram que o valor do volume de transacções contém informação sobre os sinais individuais privados (podendo alguns instrumentos derivados conter informação sobre os preços futuros de certos activos subjacentes), desempenhando um papel importante na eficiência dos mercados, sendo que a emigração do volume de transacções provoca uma menor eficiência do mercado financeiro *a quo*. Concluem assim que os STT podem ter efeitos negativos sobre a eficiência dos mercados financeiros se aumentarem a volatilidade, reduzirem a liquidez e/ou afectarem a descoberta e a estabilidade dos preços¹⁸⁸.

Também MATHESON (2011, 12-23), equiparando os STT a

¹⁸⁸ Note-se ainda que os Autores consideram existirem dificuldades em distinguir entre: os efeitos dos STT sobre os mercados financeiros e os efeitos de outras medidas estruturais que ocorram simultaneamente; os componentes estabilizadores dos desestabilizadores no volume de negócios; e os múltiplos efeitos do STT – entendendo que “uma das principais razões para a dispersão e inconclusividade dos resultados é a falta de dados apropriados”.

outros custos de transacção, entende que não só não estabilizariam os mercados financeiros, como poderiam desestabilizá-los, pois aumentam os custos das transacções, confundem e desincentivam a negociação benéfica e a nociva (prejudicando a gestão óptima dos portfólios), diminuem os preços dos activos e aumentam os custos do capital para as empresas emissoras de títulos (um STT de 0,01%/0,1% diminuiria os preços em 0,8%/7,6% e aumentaria os custos em 0,03%/0,25%), reduzem o volume de negociação e a liquidez, podendo aumentar a volatilidade de curto prazo – tudo isto reduzindo a eficiência destes mercados ¹⁸⁹.

Relativamente aos estudos empíricos¹⁹⁰, na sua maioria suportam os argumentos acima invocados, incidindo cada um sobre algum ou alguns dos efeitos do STT sobre estes mercados.

a) Volume de negociação

Em geral, estes estudos mostram haver uma relação inversa entre os ITF e o volume de negociação.

Assim, CAMPBELL/FROOT (1993, 4-28), estudando a relação entre os impostos sobre transacções e o volume através dos exemplos sueco (STT) e britânico (SD), constatarem ter existido uma relação inversa entre o STT e o volume médio na Suécia, tendo diminuído o volume na vigência do STT e aumentando na ausência dele (embora existisse uma maior elasticidade fiscal dos títulos de rendimento fixo face às acções suecas, o que os Autores atribuem às faci-

¹⁸⁹ Embora reconheça que o STT iria aumentar o tempo médio de detenção dos activos (o que diminuiria o seu impacto), que existe excessiva negociação (não justificada pela economia real), que tem aumentado a negociação de curto prazo, algorítmica e de derivados (aumentando o risco de bolhas), e que os efeitos líquidos do STT sobre a volatilidade são ambíguos (dependendo da micro-estrutura dos mercados e da composição dos agentes do mercado).

¹⁹⁰ Note-se que Hu (1998, 350 e s.), estudando o impacto de 14 alterações do STT nas Bolsas da Coreia, Hong Kong, Japão e Taiwan (no total), entre 1975 e 1994, segundo dados obtidos entre 40 semanas antes e depois do anúncio de cada alteração fiscal, conclui que no geral não existe um padrão, nem existe relação entre os últimos, notando que o aumento do STT reduz os preços dos activos mas não tem um impacto significativo sobre o volume e a volatilidade, não sendo apto a reduzir a proporção de *noise traders*, justificando a diferente reacção relativamente aos mercados suecos com a pouca atracção da emigração nos mercados asiáticos.

lidades de emigração da negociação para mercados fiscalmente mais atractivos e de substituição de activos domésticos não tributáveis); constata-se ainda que a relação do SD com o volume é igualmente inversa, embora notem que aquele gera sobretudo uma redução da negociação e substituição de activos.

No geral, concluem que a relação entre os impostos sobre transacções e o volume é inversa, embora possa gerar diversos efeitos sobre o volume – desde uma redução, a uma deslocalização para mercados estrangeiros, passando por uma substituição de activos, ou ainda uma combinação de ambos – dependendo do desenho concreto do imposto e das características dos mercados.

Já JONES/SEGUIN (1997, 731-36) estudam os efeitos da redução das comissões nas Bolsas de valores dos EUA em 1975, usando dados de três Bolsas americanas (NYSE, AMEX e NASDAQ), entre um ano antes e um ano depois da redução das comissões, concluindo por uma relação negativa (sentido inverso) entre as comissões e o volume (tendo este aumentado com a redução daquelas).

Outros Autores constatarem existir também uma relação negativa entre o STT e o volume de negociação das acções estudadas, analisando as Bolsas chinesas de Shanghai e de Shenzhen.

Assim, Li ZHANG (2001, 7-20), baseia-se em dados dos índices de valor-peso médios e das maiores acções negociadas exclusivamente por investidores chineses nos dois mercados, entre Novembro de 1996 e 1997 (tendo sido anunciado um aumento do STT de 0,3% para 0,5% em Maio de 1997), constatando que o volume diminuiu em média 39,7% na Bolsa de Shanghai e 33,3% na de Shenzhen¹⁹¹.

Por fim, A. SU (2009, 2-12) baseia-se em dados de índices de preços das maiores acções negociadas exclusivamente por investidores chineses nos dois mercados, entre 1991 e 2008, abrangendo 14 alterações do STT (sendo que em 2003 os investidores estran-

¹⁹¹ O Autor estima a alteração percentual do volume nos períodos de amostra: 15, 30, 45, 60 e 75 dias antes e depois do anúncio do aumento do STT nos dois mercados (Tabelas 7 e 8). Nós somámos as alterações percentuais em todos os períodos, em cada mercado, e dividimos por cinco, obtendo a “alteração percentual média” em cada mercado. Também, B. BALTAGI/D. LI/Q. LI (2006, 395-407) baseando-se em dados semelhantes, colhidos no mesmo período, concluem que o aumento do STT de 0,3% para 0,5% provocou uma diminuição média do volume de 33,3%.

geiros passaram a poder negociar estas acções). Conclui que com o aumento médio do STT em 2,2%, os custos de transacção aumentaram 47% e o volume de negócios caiu cerca de 28%; já com a diminuição média do STT em 1,7%, os custos de transacção caíram 26% e o volume de negócios aumentou 89% ¹⁹².

Depois, POMERANETS/WEAVER (2011, 10 e s.), examinando 9 mudanças do STT no Estado de Nova Iorque entre 1932 e 1981, e usando dados das acções negociadas nas Bolsas do NYSE, em regra no período entre um ano antes e depois de cada alteração do STT (existindo quatro excepções devido à proximidade de eventos confundíveis), constataram que em 8 das 9 alterações do STT o volume se moveu no sentido oposto ao das alterações do STT, concluindo existir uma relação inversa entre eles.

Também HAYASHIDA/ONO (2011, 1810 e s.), estudando o impacto dos custos de transacção sobre a Bolsa de Tóquio, segundo dados mensais entre 1995 e 2003, observam que após a desregulação e liberalização do sector financeiro, incluindo a abolição do STT nipónico (1953-1999), a competitividade e o volume de transacções aumentaram, concluindo que os custos de transacção (incluindo o STT) reduziram significativamente o volume de transacções e que a magnitude do impacto causado aumentou com o aumento de reformas no sector ¹⁹³.

b) Liquidez

Em regra, os Autores entendem que existe uma relação negativa entre os ITF e a liquidez.

Assim, GOMBER/HAFERKORN/ZIMMERMANN (2014, 3 e s.) estudam o impacto do recente STT francês sobre a qualidade do mercado de acções, analisando a oferta de liquidez, baseando-se na comparação dos índices CAC 40 (representa as 40 maiores empresas da

¹⁹² Contudo, o Autor nota que a forte relação negativa depende do peso que o STT tem no total de custos de transacção, assim como que os mercados chineses reagiram mais às diminuições do que aos aumentos do STT, devido à assimetria informativa ou ao facto de não haver substitutos para as acções transaccionadas.

¹⁹³ Embora considerem que o STT não é necessariamente nefasto, sobretudo se reduzir a volatilidade e aumentar a eficiência dos mercados financeiros, podendo a redução do volume ser compensada com medidas sociais.

NYSE Euronext Paris) e DAX 30 (índice alemão, como grupo de controlo), segundo o número de transacções executadas, o volume de transacções e os livros de ordens – numa base diária. Concluem que o STT diminuiu a liquidez, pois aumentou os *spreads* relativos e diminuiu a profundidade do livro de ordens, sobretudo a curto prazo.

Também, RÜHL/STEIN (2014, 27 e s.) estudam os efeitos do recente STT italiano (desde Setembro de 2013) sobre os mercados financeiros italianos, usando dados diários dos principais índices dos últimos cinco anos, bem como dados intradiários nos 120 dias em torno da implementação do STT (usando índices de acções italiano e britânico – FTSE MIB e FTSE 100, respectivamente). Comparando os dois índices, constata-se que o STT aumenta o *spread* e diminui a liquidez.

Por fim, POMERANETS/WEAVER (2011, 10 e s.), usando as acções do NYSE/AMEX como amostras, analisam as alterações do *spread* um ano antes e depois de cada uma das 9 alterações do STT. Examinando a alteração média do *spread* e comparando-a com as alterações do STT, constata-se que em todos os casos o *spread* variou no sentido do STT, concluindo que a relação do *spread* com o STT é directa (i.e., varia no mesmo sentido).

c) Volatilidade¹⁹⁴

No geral, os Autores constata-se que a relação entre os STT e a volatilidade é positiva.

Baseando-se nos valores de mercado, nos preços das acções e nos retornos dos portfólios, entre um ano antes e depois da desregulação, e usando dois métodos econométricos, JONES/SEGUIN (1997, 731-36) observam que a redução das comissões diminuiu a volatilidade dos retornos, concluindo que esta diminuição está relacionada com o aumento do volume – supondo que os efeitos das comissões são semelhantes aos dos STT.

Também, RÜHL/STEIN (2014, 27 e s.) usando os dados referidos acima juntamente com os do índice VSTOXX, para estimarem a relação entre o STT italiano e a volatilidade, concluem que esta é

¹⁹⁴ Note-se que POMERANETS/WEAVER (2011, 17-19) e GOMBER/HAFERKORN/ZIMMERMANN (2014, 3-5) concluem pela inexistência de uma relação significativa entre o STT e a volatilidade, juntando-se aqui a S. HU.

positiva (a volatilidade aumenta após a introdução do STT).

Quanto a PHYLAKTIS/ARISTIDOU (2007, 1458 e s.), estudam os efeitos do STT sobre a média e a volatilidade dos retornos das acções mais negociadas na Bolsa de Atenas, usando dados diários de dois índices (All Share e FTSE/ASE 20) entre Setembro de 1997 e Dezembro de 2003, abrangendo os períodos altistas e baixistas do mercado, e comparam os resultados dos testes realizados através de vários modelos econométricos. Concluem que: 1) o STT não tem um efeito significativo sobre a média dos retornos diários das acções, nem sobre a volatilidade dos retornos diários das acções durante os períodos normais, nos dois índices; 2) no geral, aumenta a volatilidade nos períodos altistas e diminui-a nos períodos baixistas – sublinhando a importância da comparação dos efeitos do STT nestes dois períodos.

Já LI ZHANG (2001, 7-20), B. BALTAGI/D. LI/Q. LI (2006, 395-407)¹⁹⁵ e A. SU (2009, 2-12), usando os dados acima descritos e realizando vários testes através de alguns modelos econométricos para observar o impacto sobre a volatilidade dos retornos das acções, antes e depois das alterações do STT, constatarem que o STT e a volatilidade tem uma relação positiva (variam no mesmo sentido) nos dois mercados chineses¹⁹⁶.

Por fim, LIAU/WU/HSU (2012, 47-55) estudam o efeito das alterações no STT sobre as volatilidades dos retornos de curto e de longo prazo no mercado organizado de futuros de Taiwan, usando dados dos preços médios diários dos contratos de futuros listados neste mercado, entre Julho de 1998 e Dezembro de 2007, antes e depois das alterações do STT. Constatam que a volatilidade diminui após as reduções do STT, tendo a volatilidade de curto prazo diminuído mais do que a de longo prazo, sugerindo que a redução da volatilidade após a redução do STT se deve à diminuição da volatilidade de curto prazo. Em geral, concluem que nos mercados com maior volatilidade e maior participação de *noise traders*, existe uma relação positiva entre o STT e a volatilidade do mercado.

¹⁹⁵ Notam que o STT afecta indiscriminadamente todos os agentes de mercado e torna os mercados menos eficientes (pois os choques são absorvidos mais lentamente).

¹⁹⁶ Contudo, A. SU constatou o aumento da volatilidade com o aumento e a redução do STT, entendendo que este não iria estabilizar os mercados.

d) Preços dos activos e custos de capital

Alguns Autores entendem que o STT reduz os preços dos activos e aumenta os custos de capital.

Assim, BOND/HAWKINS/KLEMM (2004, 9-19) investigam o impacto do anúncio de três reduções do SD britânico (e de uma sua redução efectiva) sobre as acções, usando grupos de empresas com diferentes dimensões como substituto do volume (para os anúncios) e grupos de acções com diferentes volumes de negociação (para a alteração efectiva), e comparam os efeitos entre os grupos de empresas e entre os grupos de acções, antes e depois dos anúncios e da redução. Concluem que o SD reduz os preços das acções, sobretudo para as empresas com acções frequentemente mais transaccionadas, o que pode aumentar os custos de capital para as empresas e repercutir-se no investimento, distorcendo ainda os sinais dos preços enviados sobre a rentabilidade das empresas.

Também POMERANETS/WEAVER (2011, 21-22), segundo os dados já descritos, aplicam a medida de Amihud e constataam que 7 das 9 alterações do STT variam no sentido daquela medida, concluindo que o STT aumenta o impacto dos preços para o comércio.

Já GOMBER/HAFERKORN/ZIMMERMANN (2014, 6-7), comparando os dados dos índices francês (CAC 40) e alemão (DAX 30), concluem que o STT afecta a transmissão de informação entre mercados e dificulta a coordenação dos preços.

2) Alguns Autores, na esteira do FMI e da CE (ver ponto 8.2), invocam que os ITF iriam gerar um efeito cascata, ser repercutidos na economia real e prejudicar o crescimento económico¹⁹⁷.

Neste sentido, T. MATHESON (2011, 23-25) considera que o STT iria incidir sobre o sector financeiro a curto prazo, sendo depois repercutido sobre os vários sectores da economia real, consoante o tipo de economia e do jogo das forças de mercado. Em especial, entende que o STT iria aumentar os custos de capital para as empresas (devido à redução do preços dos activos tributados) e gerar um «efeito cascata» (ao tributar os intermediários de serviços

¹⁹⁷ Assim também T. WORSTALL (2011, 6-8), SHAVIRO (2012, 6, 22 e 25), OXERA (2012, 4-9; 2014, 10 e s.) e PWC (2013b, 7-9 e 21-31).

financeiros), distorcendo as decisões de produção e afectando mais fortemente certas actividades, diminuindo assim o PIB.

Já BIJLSMA/LEVER/ANTHONY/ZWART (2011, 13-19), entendendo que o ITF incidiria a longo prazo sobre o sector financeiro e a economia (sendo repercutido para as empresas, consumidores e governos), estimam o impacto macro-económico do ITF segundo dois métodos¹⁹⁸, concluindo que o ITF aumentaria os custos de capital entre 0,15% e 0,3%, o que reduziria o PIB entre 0,1% e 1,2% e aumentaria o desemprego em 0,5%.

Também, VELLA *et alii* (2011, 611-14) e J. VELLA (2012, 90-92) distinguem a incidência legal da real, considerando que o ITF poderia ser repercutido sobre a economia real, bem como que poderia gerar distorções, pois apesar de ter taxas baixas, pode ter um efeito cascata e pode penalizar a negociação de derivados (pois incide sobre o valor nominal, quando muitos dos contratos visam a transferência de somas muito menores)¹⁹⁹.

3) Um outro argumento forte invocado pelos adversários dos ITF é o de que estes não atingem as principais fontes de instabilidade financeira nem reduzem a ocorrência de crises futuras, considerando outras medidas tributárias e/ou regulatórias mais adequadas²⁰⁰.

Neste sentido, HONOHAN/YODER (2010, 14-17) e T. WORSTALL (2011, 10) entendem que os ITF, além de desestabilizarem o sector financeiro ao tributar os *market-makers* (reduzindo o volume e a liquidez e aumentando os *spreads*), não seriam aptos a desincentivar a negociação dos instrumentos responsáveis pela recente crise (v.g. os CDO e CDS), causada, não pelo excessivo volume de negociação de curto prazo, mas por uma bolha imobiliária relacionada com a excessiva alavancagem e complexos derivados, devido à sua negociação não frequente e às baixas taxas.

¹⁹⁸ Calculando os efeitos do ITF sobre: i) os custos de capital para as empresas e para o PIB; ii) as características dos mercados financeiros, influenciando variáveis como o PIB, os investimentos e a produção industrial.

¹⁹⁹ Já BLOOMFIELD/O'HARA/SAAR (2009, 8 e s.) concluem que o STT é ambíguo pois reduz tanto o volume de negociação dos *noise traders* como dos agentes informados, não reduzindo o impacto daqueles sobre a eficiência do mercado, preferindo medidas regulatórias.

²⁰⁰ Neste sentido vão ainda o FMI (2010, 19-20) VELLA *et alii* (2011, 615-16 e 618-20) e J. VELLA (2012, 93-94).

Já BIJLSMA/LEVER/ANTHONY/ZWART (2011, 6-9 e 19-20) entendem que, apesar de poder reduzir as bolhas especulativas, o ITF não reduz o risco sistémico nem as garantias de resgate, bem como que não corrige o tratamento fiscal da dívida nem os excessos de informação e de alavancagem, pelo que sugerem um imposto sobre desencontros de datas de vencimento na estrutura de financiamento dos bancos ou um IAF.

Também T. MATHESON (2011, 26-27) entende que a complexidade financeira deriva sobretudo das excessivas alavancagem, concentração de risco e inovação financeira (que crê terem estado na origem da crise), as quais seriam pouco afectadas pelo STT, sugerindo outros instrumentos mais aptos para desencorajá-las, tais como o aumento das exigências de margem, a reforma do tratamento fiscal da dívida face ao capital, a FSC, o IVA ou o IAF.

4) Além do FMI e da CE (ver ponto 8.2), alguns Autores duvidam da exequibilidade fiscal dos ITF, entendendo serem vulneráveis à evitação e evasão fiscais por meio da inovação financeira – sendo este um outro ponto importante²⁰¹.

Baseando-se no caso sueco, onde o STT foi facilmente evitado, CAMPBELL/FROOT (1993, 15 e s.), entendem que o STT cria incentivos para o planeamento fiscal, embora este dependa do concreto desenho do STT e das características dos mercados sobre que incide (e.g. viabilidade dos activos e mercados não tributáveis), devendo os sistemas fiscais ser continuamente actualizados por causa da inovação financeira (sendo que os princípios da tributação segundo os recursos empregues e do pagamento gerado causam oportunidades de evitação fiscal e são complexos e dispendiosos).

Também SHAVIRO (2012, 7 e 27) considera que provavelmente o ITF seria evitado, através da emigração para jurisdições mais favoráveis, se não houvesse uma ampla coordenação internacional (sendo que mesmo que fosse implementado na UE geraria concorrência fiscal e desincentivaria o investimento nos mercados financeiros europeus) e se não fosse adequadamente desenhado (v.g.

²⁰¹ Para VELLA *et alii* (2013, 231-33) o ITF vai gerar deslocções para estados terceiros. Porém, POMERANETS/WEAVER (2011, 6 e 20-22) não encontram relação entre o STT e a emigração da negociação, embora encontrem relação com o planeamento fiscal das empresas (diminuindo o valor facial das acções se o STT incidir sobre este).

isentando substitutos próximos dos activos tributados).

Por outro lado, HONOHAN/YODER (2010, 4-5) consideram que os paraísos fiscais e a globalização dificultam a tributação dos activos financeiros, sobretudo dos sistemas fiscais mais frágeis, pelo que se houvesse uma diminuição eficaz dos paraísos fiscais, poderia reduzir-se a evasão fiscal e a deslocalização para países mais vantajosos, tornando mais fácil a implementação dos impostos²⁰².

5) Um pouco devido ao que foi dito até agora, alguns opositores dos ITF afirmam ainda que estes gerarão menores receitas do que as esperadas pelos seus defensores. Em especial, alegam que se tiverem taxas reduzidas gerarão poucas receitas, mas se tiverem elevadas taxas afectam os mercados financeiros e a economia real (a sua base tributável), diminuindo as receitas hipotéticas²⁰³.

Assim, HONOHAN/YODER (2010, 12-14), consideram que o duplo benefício do ITF (gerar receitas e reduzir os males sociais) pode ser ilusório, pois se estes impostos destroem o mal social, destroem também a sua base tributável.

Já T. WORSTALL (2011, 6-8) e BIJLSMA/LEVER/ANTHONY/ZWART (2011, 9-13), defendendo que o ITF afectaria o sector financeiro e a economia, entendem que não só não haveria receitas líquidas (i.e., as receitas dos ITF não superariam o custos dos seus efeitos nocivos), como as receitas totais diminuiriam em consequência do decrescimento económico²⁰⁴.

²⁰² Em sentido semelhante vão TANZI (2000, 11-14), embora considere que os impostos Tobin poderiam resolver alguns problemas, e CHRISTENSEN/COLEMAN/KAPOOR (2004, 3 e s.). Já HINES/SUMMERS (2009, 17-20) tendem para impostos sobre o consumo (progressivos), atestando ainda que é a tendência global das economias abertas.

²⁰³ Assim também o FMI e a CE – ver acima, ponto 8.1 – e VELLA *et alii* (2011, 614 e 617-18).

²⁰⁴ Neste sentido vai ainda a OXERA (2012, 4 e 10), criticando os dados e resultados da CSWPIA que acompanha a proposta de ITF de 2011 (considerando-os incompletos e mal calculados) e sobretudo OXERA (2014, 10 e s.), que espera que o ITF diminua o PIB e a estabilidade financeira, pois aumentaria os custos de financiamento para os emissores de títulos e os custos de cobertura de riscos, seria repercutido nos clientes financeiros, geraria efeitos cascata, dificultaria a tarefa dos *market makers*, criaria deslocalização das transacções para zonas não ITF, diminuindo ainda as receitas do ITF e de outros impostos, pelo que sugere a exclusão tributária dos *market makers* e de alguns instrumentos financeiros como

Neste sentido vão ainda alguns estudos empíricos (v.g. CAMPBELL/FROOT, 1993, 9-10 e 24-28; L. ZHANG, 2001, 18-19; BALTAGI/D. LI/Q. LI, 2006, 401)²⁰⁵.

6) Por fim, alguns estudos questionam a legalidade dos ITF, sobretudo do CTT e do ITF europeu.

A CE (2010a, 26-27) menciona que o CTT, ao tributar as transacções cambiais, poderia afrontar a liberdade comunitária de circulação de capitais e pagamentos entre EM e entre estes e Estados terceiros, consagrada no art. 63.º do TFUE, podendo afectar ainda as transacções comerciais entre EM e entre estes e Estados terceiros, considerando ser difícil encontrar uma justificação suficiente para tal restrição (sendo desproporcionado, por existirem meios menos onerosos de obter receitas). Considera ainda que poderia violar a proibição de restrições de transferências e pagamentos internacionais, constante do art. XI do GATS (salvo as condições especiais do seu art. XII). Por fim, entende que o ITF poderia afrontar o art. 5.º n.º 2 da Directiva 2008/7/CE (relativa à tributação indirecta das reuniões de capitais), que proíbe a tributação sobre os mercados primário e secundário de participações sociais e títulos de dívida²⁰⁶.

Já ALLEN AND OVERY (2013, 19 e s.) questionam a legalidade da proposta do ITF europeu, na medida em que ela tributa alguns derivados cambiais, podendo lesar a liberdade de circulação de capitais (mas mesmo que haja lesão dessa liberdade, ela pode ser justificada com base nos requisitos legais ou jurisprudências, e.g. a regra da razão – que mesmo sendo admissível, sempre terá de ser adequada e proporcional). Depois, no que toca à proposta de ITF europeu sob cooperação reforçada de 2013, entendem que teriam de ser respeitados os requisitos impostos pelo TFUE (sobretudo os

os “repos” – um estudo, porém, que nos parece demasiado pessimista.

²⁰⁵ Em especial BACA-CAMPODÓNICO/MELLO/KIRILENKO (2006, 8 e s.), baseando-se na análise de BTT na Argentina, Brasil, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela, verificam que estes diminuem a sua base tributável e que as receitas diminuem a médio prazo. Contra, SU (2009, 9) constata que com o aumento do STT em 2,2%, o volume diminui 28% e as receitas rondaram os 90%; e com a diminuição do STT em 1,7%, o volume aumenta 89% e as receitas descem 14%.

²⁰⁶ Apesar de as propostas da CE de um ITF europeu (2011 e 2013) isentarem as transacções cambiais à vista, elas tributam os derivados cambiais, pelo que podem manter-se estas críticas.

de que a cooperação reforçada sedimente a integração comunitária, não prejudique o mercado interno e respeite as competências, direitos e deveres dos EM não participantes).

Por seu turno, VELLA *et alii* (2013, 236 e s.), analisando atentamente a proposta de ITF de 2013, entendem que produz efeitos extra-territoriais que podem lesar os princípios de Direito Internacional costumeiro caso não sejam justificados pelos princípios da territorialidade ou pessoal (exigindo “uma conexão territorial relevante e genuína entre o objecto tributável e o Estado tributante”), o que seria ultrapassado através de uma previsão expressa de Direito Internacional em contrário.

Quanto ao princípio da residência, entendem que produz efeitos extra-territoriais quando considera estabelecida num EM participante uma instituição financeira que seja apenas parte numa transacção financeira com uma entidade estabelecida num EM participante (tornando aquela devedora).

Já relativamente ao princípio da emissão, produz efeitos extra-territoriais quando considera estabelecida num EM participante as instituições financeiras que apenas negociem alguns instrumentos financeiros emitidos no território desse EM.

Em ambos os casos, entendem que os objectivos visados com a proposta de ITF não são justificação suficiente dos efeitos extra-territoriais que causam. Para minimizar estes efeitos, a cláusula do art. 4.º n.º 3 (considera não estabelecida a entidade que prove não haver conexão entre a substância económica da transacção e o território de um EM participante) da proposta deve ser interpretada em sentido muito amplo de forma a excluir algumas transacções abrangidas abusivamente por aqueles princípios.

Depois, questionam a conformidade da proposta com as normas substantivas relativas à cooperação reforçada (art. 326.º TUE), *maxime* quanto à não perturbação do mercado interno, não discriminação nas trocas entre EM, não distorção da concorrência e respeito pelos direitos e deveres dos EM não participantes (entendendo que restringe as liberdades de circulação, aumenta a dupla tributação, e cria distorções de concorrência) – assim também ALLEN AND OVERY (2013, 19 e s.).

Conclusão

Como resulta do que dissmos no Capítulo I, o sistema financeiro é hoje essencial para o financiamento e crescimento da economia real, realizando várias funções e utilidades para os Governos, empresas e famílias (como a eficiente alocação de recursos, a redução das assimetrias informativas e dos custos de transacção, a facilitação da negociação e da gestão e diversificação do risco) através dos mercados, instituições e instrumentos financeiros. Contudo, se o sistema financeiro necessita de um mínimo de especulação para o seu correcto funcionamento, a verdade é que os instrumentos financeiros, *maxime* os derivados e os produtos estruturados complexos, têm vindo a ser crescentemente utilizados por alguns agentes financeiros com intuítos puramente especulativos (i.e., sem qualquer conexão com os fundamentos da economia real), afastando-se da sua missão inicial de financiamento da economia real, o que contribuiu para a recente crise financeira e económica, mas que tem estado presente, em maior ou menor escala, nas anteriores²⁰⁷.

Por isso, no espaço europeu têm surgido várias medidas para tentar controlar ou refrear os mercados financeiros e a sua inerente especulação, visando uma solução de compromisso entre a eficiência e eficácia financeiras (que não prescindem de um mínimo de especulação), e o bom funcionamento da economia “real”, sobretudo do mercado comum (e.g. o «pacote legislativo de 2010», as propostas de Directiva do ITF de 2011 e 2013).

No que toca ao ITF proposto, no confronto com os seus adversários directos (IAF e IVA), parece-nos ser uma solução tão

²⁰⁷ Sobre a recente crise, sucintamente, *vide* LAROSIÈRE *et alii* (2009, 7-12); ACHARYA/RICHARDSON (2009), bem como o documentário *Inside Job* (2010), onde se explica a complexa teia de relações que se foi criando alguns anos antes da crise, salientando-se o papel de algumas IFSI na provocação da bolha imobiliária através da concessão de empréstimos hipotecários *subprime*, da sua titularização e negociação (v.g. CDO, MBS), do conluio com as agências de *rating* pela atribuição de nota máxima a produtos tóxicos, da cobertura destes produtos com CDS, etc.

boa ou melhor. Vejamos. O IVA tem como principais vantagens sobre estes estar implementado e ser conhecido na UE pelas administrações fiscais e contribuintes, ter uma máquina administrativa montada e dispensar um novo imposto (sendo menos dispendioso e mais prático por isso), integrar as receitas próprias da UE; como principais desvantagens apontam-se as dificuldades técnicas e políticas de implementação, a incidência sobre o valor acrescentado (não penalizando os que mais transaccionam), visa evitar efeitos cascata e distorções (em prol do mercado interno). Já o IAF tem como vantagens principais sobre o ITF ser um bom substituto do IVA, incidir sobre matéria colectável idêntica, poder aproveitar certos mecanismos de outros impostos, incidir especificamente sobre todas as rendas ou riscos do sector, não prejudicar tanto o sector financeiro e a economia real, poder desincentivar os comportamentos nocivos dos grandes jogadores, não acentuar a diferença de tratamento entre capital e dívida, poder diminuir as rendas do sector; como principais inconvenientes notamos a dificuldade em definir os lucros e remunerações laborais, a definição de retornos excessivos, pode afectar o crescimento dos mercados financeiros e reais, pode ser repercutido e gerar deslocalização, pode gerar duplas ou nulas tributações.

É verdade que também o ITF iria criar alguns inconvenientes: i) iria ter custos de implementação e de manutenção; ii) são vários os estudos empíricos contra o ITF que afirmam que este pode diminuir o volume, a liquidez e os preços dos activos, assim como aumentar a volatilidade dos preços e/ou retornos dos activos e os custos de capital para as empresas)²⁰⁸; iii) incide sobre os especuladores e não especuladores (embora nem todas as transacções de curto prazo sejam especulativas); iv) pode ser repercutido na economia real e prejudicar o crescimento económico, bem como ser vulnerável à evitação e evasão fiscais por meio da inovação financeira, assim diminuindo as receitas²⁰⁹; v) não reduz o risco sistémico nem

²⁰⁸ Porém, importa salientar, primeiro, que estes estudos empíricos usam certos modelos econométricos e dados seleccionados que os podem comprometer. Depois, que alguns estudos que versam sobre os mesmos mercados, dados e períodos semelhantes, nem sempre chegam aos mesmos resultados, pelo que devem ser interpretados com cautela.

²⁰⁹ Como de resto qualquer tributo, em especial sobre o sector financeiro, devido ao seu conhecido engenho evasivo. Porém, alguns Autores afirmam que os impostos indirectos são menos propensos à evitação e evasão fiscais do

as garantias de resgate, bem como que não corrige o tratamento fiscal da dívida nem os excessos de informação e de alavancagem²¹⁰; vi) a dificuldade de tributar os instrumentos derivados²¹¹; vii) pode estar em contrariedade com o Direito Internacional público e Comunitário por produzir certos efeitos extra-territoriais e por poder perturbar o mercado interno, discriminar as trocas entre EM, distorcer a concorrência e não respeitar os direitos e deveres dos EM não participantes²¹².

Porém, apesar das incertezas que o rodeiam, entendemos que o ITF também tem várias vantagens: i) ao incidir sobre transacções brutas vai penalizar as estratégias de negociação frequente (sobretudo as HFT), o que vai diminuir o volume de negociação, a liquidez e a volatilidade excessivas, podendo auxiliar a descoberta do preço mais próxima dos valores fundamentais, pode reduzir as rendas e a frequência e intensidade das crises, contribuindo assim para a estabilização e eficiência social dos mercados²¹³; ii) pode fazer

que os incidentes sobre o rendimento – assim, v.g., J. BASTO (2004, 13) e HINES/SUMMERS (2009, 11).

²¹⁰ Embora as medidas mais adequadas para os resolver sejam, não de cariz tributário, mas regulatório.

²¹¹ Tais como prejudicar as actividades de *hedging*, poderem usar-se *shell companies* como “testas de ferro” negociais, saber qual o valor tributável mais justo (o nocial, o da liquidação final mais o do prémio, ou igual ao dos *fees* cobrados pelas câmaras de compensação), embora se entenda ser preferível pagar o ITF a não cobrir riscos, poder criar-se regras anti-abuso especiais que vinculem as entidades mascaradas ao pagamento do ITF (além de que são hoje mais arriscadas e penalizadas tais actividades), que o valor tributável seja o dos *fees* cobrados ou o da liquidação e prémio, bem como que a deslocalização dos derivados para zonas não ITF diminuir-lhes-ia o valor ao diminuir a sua liquidez e que o pagamento de ITF geraria mais certeza negocial (se de outra forma as transacções fossem inválidas ou ineficazes) – PERSAUD (2014, 5 e s.).

²¹² Esta pode constituir, em nosso entender, uma falha grave do ITF, cabendo ao TJUE pronunciar-se sobre a sua validade material e formal, *maxime* quanto ao alcance dos efeitos extra-territoriais associados ainda ao princípio da residência e sobretudo ao da emissão – mas que pode ser resolvido com recurso a alguns dos métodos de substituição que apresentamos de seguida.

²¹³ Ninguém sabe ao certo o que se passa nos mercados financeiros, devido à confluência e interacção de vários e complexos factores e agentes, podendo as HFT ser um indicador disso mesmo, na medida em que devido à incerteza que reina nestes mercados se tenta não só obter informações antecipadamente, mas também jogar no perímetro temporal mais curto possível para de certa forma

o sector contribuir mais justa e significativamente, pois é técnica, administrativa e fiscalmente exequível, e tem uma ampla incidência objectiva e subjectiva, baixas taxas e uma amplitude geográfica considerável, podendo os desenvolvimentos tecnológicos facilitar a aplicação e o controlo dos ITF (sobretudo os sistemas de informação, liquidação e compensação); iii) algumas das críticas podem ser ultrapassadas com recurso a certos mecanismos (v.g. o ITF poderia ser complementado com um imposto sobre saída de fundos para o estrangeiro; uma parte que seja residente deve pagar metade do imposto e cobrar a outra metade ao não residente; o ITF seria exigível no momento da transferência pecuniária, se o valor tributável só for conhecido após a celebração do contrato, ou no momento da celebração do contrato quando só então for estipulado; deveria sancionar-se o não pagamento do ITF com a ineficácia jurídica da transacção; poderia criar-se um sistema internacional de registo e classificação de instituições e instrumentos financeiros; deveria aplicar-se uma taxa reduzida aos instrumentos derivados que operem efectivamente à transferência do activo subjacente ou à redução de riscos)²¹⁴.

Por outro lado, importa referir que a adopção unilateral de tributos por parte dos EM, em vez de um sistema comum, pode produzir distorções no mercado interno e torná-lo menos competitivo internacionalmente, sendo alguns os EM e estados terceiros que já os adoptaram²¹⁵ (ver Anexo II).

Embora entendamos que alguns destes argumentos receosos são justificados e que devem ser melhor estudados para fazer com que o ITF cause o mínimo de impacto indesejado possível, também somos da opinião de que ele é apto para atingir os objectivos propostos, ao mesmo tempo que é superior aos seus “concorrentes”

tentar superar a incerteza e o mercado.

²¹⁴ Já existentes em alguns países da UE (ver Anexo II). Note-se ainda que algumas destas medidas foram mesmo adoptadas pelo PE na sua resolução legislativa de Julho de 2013 (alterações 20 e s., *maxime* 39 e 40).

²¹⁵ Embora tenha sido bem-sucedida nuns casos, menos noutros, e nada bem sucedida nuns poucos, dependendo do desenho concreto e da micro-estrutura dos mercados financeiros sobre que versam. Assim, é largamente apontado o SD britânico como um imposto bem-sucedido, não obstante incidir sobre um dos maiores centros financeiros mundiais, ao invés do que sucedeu na Suécia nos anos 80 e 90 do século passado.

na prossecução de tais objectivos, sobretudo os de estabilização dos mercados financeiros e de obtenção de receitas, sendo, em nossa opinião, a tributação de transacções brutas – ou seja, incidente sobre cada transacção e não apenas sobre o valor acrescentado por cada transacção como no IVA – a par das baixas taxas, uma boa combinação e mais eficaz do que a tributação dos rendimentos oriundos do sector financeiro, ou mesmo do que a tributação sobre o valor acrescentado, uma vez que assim se refreiam algumas das transacções mais nocivas, não afectando significativamente as demais, sem impelir significativamente à evasão e/ou à deslocalização, ao mesmo tempo que se pode e deve articular com os impostos sobre o rendimento das instituições financeiras, mas também porque tem uma base tributável alargada e uma ampla incidência subjectiva, pelo que poderá ainda obter receitas substanciais com baixos custos individuais – salvo para as actividades que justamente se pretende evitar, como as *HFT* e as *OTC*, até porque consideramos que muitas das críticas dirigidas contra o *ITF* se verificam também relativamente ao *IAF* e ao *IVA*, pelo que é de aplaudir a iniciativa tomada a nível europeu, e independentemente da sua natureza jurídica, devendo mesmo ser seguida pelo maior número possível de países, dentro e fora da UE, pois assim se minimizariam alguns dos inconvenientes apontados, tendo em conta que vivemos numa economia global altamente competitiva, mas nem sempre justa e leal.

De resto, em nossa opinião, qualquer que seja o tributo escolhido para incidir sobre os mercados financeiros, irá ter sempre inconvenientes em maior ou menor escala (v.g. evitação/evasão fiscal; deslocalização ou realocação; causar algum embaraço nas trocas e até na economia real). Contudo, importa atentar em algumas suposições: i) a economia real está dependente do financiamento e dos efeitos dos mercados financeiros; ii) estes mercados estão cada vez mais isolados da economia real; iii) existe muita especulação financeira, realizada através de estratégias de negociação de curto prazo (não raro *HFT*) e de produtos derivados e estruturados complexos que são intrinsecamente (ou usados frequentemente com fins puramente) especulativos, sendo os mercados financeiros perigosos casinos em que alguns jogadores podem “apostar” na hipoteca do futuro da economia real, e cujos lucros são privados mas os riscos/perdas são sociais; iv) é importante não esquecer que se a econo-

mia real, mais do que ligada aos mercados financeiros, deles está dependente, e se os direitos fundamentais dos cidadãos têm custos jurídicos e financeiros, e esses custos são cobertos com dinheiros públicos, significa que os mercados financeiros directa ou indirectamente estão ligados aos direitos fundamentais, pelo que a estabilidade dos mercados financeiros é não só um bem público como um bem jurídico de altíssima importância (a nosso ver esta relação entre os mercados financeiros e os direitos fundamentais é matéria que merece uma profunda reflexão, sobretudo nesta época de incerteza e conturbação financeira).

Muitos destes problemas não serão resolvidos apenas ou sequer por instrumentos tributários, mas essencialmente através de uma maior e melhor rede regulatória e de supervisão, como a que tem vindo a ser envidada na UE e nos EUA, *maxime* regulamentando precisamente as funções e limites de certas entidades, mercados e instrumentos (v.g. *hedge funds*, mercados de derivados OTC, e produtos complexos como os CDS, CDO, MBS), podendo apenas (mas devendo) ser aqueles instrumentos complementares ²¹⁶.

Por outro lado, entendemos que independentemente do tributo que se escolha, é urgente tributar o sector financeiro. Isto não só porque julgamos que a tributação em si teria um efeito estabilizador do sector (mesmo que houvesse repercussões, evitações/evasões fiscais, deslocalizações e realocações, etc., obrigando à ponderação dos custos e benefícios e a um natural ajustamento das forças de mercado, além de que certas medidas específicas poderiam ser tomadas para prevenir ou minimizar alguns destes efeitos – v.g. maior cooperação internacional, sistemas técnicos para liquidação e cobrança, invalidade/ineficácia dos negócios tributáveis não tributados), como acabaria com a iniquidade e distorções geradas pela isenção do IVA (devendo proceder-se primeiro a uma isenção completa)²¹⁷, como seria ainda uma boa fonte de receitas, que poderiam ser utilizadas na prossecução dos mais diversos fins (e.g. com-

²¹⁶ Não nos parece acertada a questão colocada por alguns autores de saber se se deve tributar ou regular o sistema financeiro (v.g. MASCIANDARO/PASSARELLI, 2013), devendo antes questionar-se como se devem articular.

²¹⁷ Contribuindo assim para a realização da Justiça Fiscal, mas também Social, apesar das dificuldades (ou mesmo impossibilidade) de conciliação dos vários objectivos a prosseguir pelo Sistema Fiscal – sobre estes ver J. RIBEIRO (1987, 157-58) e J. BASTO (2004, 9 e s.).

bate à pobreza, estabilização financeira, desenvolvimento económico, consolidação orçamental) – já que, segundo o BANCO MUNDIAL, o PIB mundial de 2013 foi de cerca de 76 triliões de dólares, embora o volume de transacções de instrumentos financeiros (*maxime* de derivados) seja muito superior tanto nas bolsas como OTC²¹⁸.

É claro, no entanto, que nenhum tributo evitaria o surgimento de crises económicas e financeiras (nem teria evitado o surgimento da recente crise), mas poderão atenuar a sua frequência ou intensidade, funcionando como um amortecedor.

Em suma, qualquer que seja o tributo, o importante é que ele exista (devendo naturalmente ser desenhado de modo adequado, ter em atenção a micro-estrutura dos mercados financeiros a que se aplica, as forças económicas e as circunstâncias económicas e políticas) e que seja uniforme e internacionalmente aplicado, pois que para problemas globais devem existir soluções globais²¹⁹.

O que acabamos de dizer em nada contradiz a existência de uma proposta da UE sobre esta matéria (ou outras regionais), que simplesmente devem ser consideradas como experiências pioneiras susceptíveis de serem objecto de consenso internacional²²⁰. Além do mais, o tributo que vier a implementar-se pode ser complementado pelas contribuições *ex post* sobre o sector financeiro.

²¹⁸ Só para dar uma ideia grosseira, segundo a WFE (2014), nas bolsas mundiais (excluindo os derivados não titularizados, que somaram 20,5 biliões de contratos) o volume de negociação dos instrumentos financeiros em 2014 foi de 116,5 triliões de dólares; já segundo o BIS (2013a, 3 e 12; 2013b, 2-3, 5, 20 e s.) o volume de negociação médio nos mercados cambiais foi de 5,3 triliões de dólares em Abril de 2013 e o volume de negociação de derivados OTC (pelo valor notional) chegou aos 692,9 triliões de dólares até Junho de 2013, sendo em regra negociados por outras instituições financeiras que não *dealers* – os clientes não financeiros são muito minoritários.

²¹⁹ Recorde-se que já em 2000 TANZI (2000, 15-19) afirmava que era possível e desejável usar alguns dos factores que geraram a globalização contra si mesma (i.e., contra os seus efeitos adversos), alertando mesmo para a necessidade (utópica) de criar um “Sistema Internacional de Receitas” ou uma “Organização Fiscal Mundial”.

²²⁰ Porém, um tributo sobre o sector financeiro harmonizado a nível europeu teria ainda as vantagens de coordenar esforços tributários e de conferir certeza e segurança jurídicas para os investidores, caso impedisse outros tributos cumulativos nos EM, o que poderia atenuar a deslocação de capital e empresas ou mesmo incentivar o investimento estrangeiro para a UE.

Parece assim que as verdadeiras dificuldades são políticas e não técnicas ou fiscais, o que não é de espantar atendendo à existência de alguma promiscuidade entre a política e a finança.

Já foram elaborados vários estudos sobre a matéria a partir de experiências nacionais concretas, embora não haja termo de comparação regional ou internacional, pelo que é tempo de avançar com a realização de um projecto tributário, pois o caminho é longo e só se faz caminhando, e nada melhor para começar do que dar um primeiro passo.

Anexo I – Métodos de tributação dos serviços financeiros em sede de IVA

Iremos aqui muito sumariamente apresentar alguns dos métodos propostos como alternativas à actual isenção. São eles os métodos *cash flow* [simples, e *tax calculation accounts* (TCA)], o *modified reverse charge* (MRC), o método subtrativo, e a “taxa 0” sobre operações B2B²²¹.

1. O método *cash flow* simples

Este método baseia-se nos fluxos de dinheiro totais associados às transacções financeiras, consistindo em tratar os influxos (v.g., depósitos, juros recebidos) como vendas, sobre as quais incide o IVA, e os efluxos (e.g., empréstimos fornecidos, juros pagos) como aquisições, sendo apenas tributados os serviços prestados aos consumidores, pois nas operações B2B os *inputs* adquiridos seriam dedutíveis. No caso dos serviços bancários, o IVA incidiria, v.g., sobre o diferencial de juros cobrados aos mutuários e

²²¹ Sobre este métodos, *vide* HUIZINGA (2002, 510 e s., e 522 e s.); KERRIGAN (2010, 6-10); MIRRLEES *et alii* (2011, 197-209). Todos defendem a tributação dos serviços financeiros, embora por diferentes métodos: Huizinga defende a taxa 0 nas operações B2B, tributando-se normalmente as famílias, considerando-o mais simples e eficiente do que o *cash flow*, eliminando parte das distorções causadas pela isenção e gerando avultadas receitas; Kerrigan entende que o TCA e o MRC, com algumas alterações, são bons métodos, apesar de imperfeitos; já Mirrlees *et alii* não preferem nenhum imposto ou método em especial (apenas excluem o ITF), mas advertem para se dever estudar bem o assunto antes de se introduzir alterações – sobretudo o tipo e o desenho do imposto. Contudo, julgamos que a permissão de dedução de todos os *inputs* financeiros adquiridos pelos clientes empresariais das instituições financeiras poderia ter efeitos perversos, como o de aumentar o recurso excessivo aos mercados financeiros, já que este estaria assim a ser facilitado, para não dizer incentivado – quando se pretende a estabilização destes mercados. Por isso, caso venham a ser tributados todos os serviços financeiros pelo IVA, cremos ser necessário estabelecer como requisitos de dedução desses *inputs* financeiros: i) estarem estritamente ligados à actividade exercida pelos adquirentes; ii) serem-lhe indispensáveis.

pagos aos depositantes. Mas nem todos os fluxos devem integrar o escopo do IVA, sob pena de tudo o que for tributado ser dedutível, suprimindo a receita fiscal (v.g., as transacções de acções). Contudo, este método tem inconvenientes, tais como a implementação de novos conceitos e mecanismos burocráticos, o ónus adicional que recai sobre os mutuários mais carenciados, a dispendiosa exigência de contabilidade e registo das operações, e a inadequação à complexa actividade financeira actual.

2. O método *tax calculation accounts* (TCA)

Já o *TCA* é uma variante do método anterior e consiste em adiar o pagamento do IVA devido, aplicando uma adequada margem de juros, e cobrando-o (reembolsando-o) mais tarde, permitindo que a dívida fiscal actual e o crédito fiscal futuro se compensem. Para este sistema funcionar é crucial que o Governo estipule uma taxa de juros “normal” que existiria na falta de qualquer cobrança pelos serviços financeiros, servindo de referência, pois que apenas o diferencial das taxas reais positivo (no caso dos empréstimos) ou negativo (no caso dos depósitos), face à taxa “normal”, será tributado, alcançando o mesmo resultado que o método anterior. Depois, este método funciona tanto sem a coincidência do valor dos empréstimos e depósitos, como pode ter por base de cálculo ou os empréstimos e depósitos individualmente considerados ou o resultado consolidado, sendo as operações B2B dedutíveis. Se este método é mais prático e mais favorável às empresas do que o anterior, contudo tem desvantagens: é mais difícil de calcular; a sua neutralidade depende da taxa “normal” e seria retrospectivo quanto às situações já existentes.

3. O método *modified reverse charge* (MRC)

Por seu turno, o *MRC* visa fazer incidir o IVA sobre a provisão dos serviços financeiros em qualquer período de reporte, a cargo do adquirente. Permite alocar o IVA suportado em cada transacção através dum mecanismo de factura-crédito, deduzindo-o do IVA devido a jusante, sendo a falta de uma ligação entre depósitos e empréstimos superada pelo sistema de partilha (*pool*) com balanços em execução actualizados regularmente. A margem dos serviços de

intermediação é uma média de todas as transacções de depósitos e empréstimos actuais partilhados. Todavia, na prática é um mecanismo complexo, em parte devido à complexa rede de partilha, sendo duvidoso que o modelo funcionasse quando os serviços de intermediação financeira são prestados num estilo desintermediado.

4. O método substractivo

Quanto ao *método substractivo*, consiste na aplicação da taxa do IVA sobre a diferença entre as receitas e as despesas financeiras totais das instituições financeiras, em cada período de reporte. Isto exigiria regras comuns de cálculo da margem, que poderia ser baseado nos resultados das contas estatutárias adequadamente ajustadas, sendo o IVA suportado a montante amplamente dedutível. Este método é simples e exequível (pois aplica-se a qualquer período e não depende das taxas do IVA), contudo obriga os clientes empresariais a deduzir o IVA apenas mediante um formulário (já que a base de cálculo não é transaccional), torna difícil a identificação e alocação da margem para certos serviços, bem como o cálculo do custo do IVA nos *inputs* dos serviços exportados.

5. O método da “taxa 0”

Por fim, o *método da “taxa 0”* permite às instituições financeiras a dedução do IVA suportado nos *inputs*, mantendo dele isentos os serviços financeiros prestados às empresas registadas (*outputs*), enquanto que se aplicaria o método *cash flow*, e.g., ao conjunto de serviços prestados às famílias, alcançando-se assim a neutralidade quanto ao uso empresarial destes serviços. Isto implica que aquelas instituições distingam os clientes sujeitos ao IVA dos não sujeitos, e que possam fazê-lo, bem como que possa haver perdas e/ou diferimentos de receita fiscal, além de agravar o estado de subtributação das instituições financeiras – dado que passariam a gozar duma isenção completa. Todavia, para além de este mecanismo ser hoje relativamente fácil e usado, convida as empresas a colaborar com as instituições financeiras, dado que o seu direito de dedução depende desta prévia distinção.

Anexo II – Alguns exemplos de impostos sobre transacções financeiras, actuais e passados, dentro e fora da UE

Existem vários impostos sobre transacções financeiras um pouco por todo o mundo, ora sobre as transacções cambiais, ora sobre certos instrumentos à vista, ora sobre certos instrumentos derivados, ou mesmo sobre estes dois últimos tipos de instrumentos. Tanto quanto temos conhecimento, além do IOF brasileiro não existe nenhum imposto que incida sobre todos ou mesmo sobre a maioria dos instrumentos financeiros. A escolha dos exemplos de que aqui damos conta recai sobre alguns dos mais relevantes impostos sobre os maiores e/ou mais importantes centros financeiros do mundo (excepto o português, que incluímos por razões óbvias). Incluímos ainda três exemplos de impostos removidos em dois dos maiores e mais importantes mercados financeiros mundiais (o japonês e o estadunidense), bem como o célebre «caso sueco».

Porém, antes de passarmos à exemplificação destes tributos, daremos uma breve noção do CTT, STT e do ITF em sentido amplo. O CTT é um imposto indirecto sobre as transacções cambiais (i.e as conversões de valor de uma moeda para outra) à vista ou também derivadas. Já o STT consiste num imposto indirecto sobre transacções de valores mobiliários (*maxime* de acções e títulos de dívida), ocorridas nos mercados primários, secundários ou ambos, sendo a sua cobrança facilitada por sistemas informáticos centralizados destes mercados. Por fim, o ITF (também denominado IOF) em sentido amplo incide objectivamente sobre o maior número possível de instrumentos financeiros (valores mobiliários, instrumentos derivados e cambiais). Todos eles podem incidir subjectivamente sobre uma ou ambas as partes, segundo o lugar da sua residência, da ocorrência da transacção ou da emissão dos instrumentos financeiros, bem como ser devido por elas ou cobrado nos mercados financeiros através de sistemas informáticos (v.g. RGTS, TARGET, CLS Bank, CREST) – note-se, contudo, que nos mercados cambiais existem dificuldades jurídicas (v.g. restrição à livre circulação de capitais) e técnicas (v.g. evitação ou evasão fiscais por serem mercados OTC menos regulamentados e centralizados do que os mercados financeiros *stricto sensu*).

1. Os *Stamp Duty's* britânicos

O RU tributa algumas participações sociais através do *Stamp Duty* (SD) e do *Stamp Duty Reserve Tax* (SDRT).

O primeiro incide sobre os documentos usados na transferência de titularidade de acções e outros títulos de empresas sediadas no RU (v.g. títulos de dívida e opções). O segundo tributa automaticamente as transacções de acções realizadas através do sistema electrónico de liquidação CREST em certos mercados, desde 1996, i.e., os acordos de transferência em que um instrumento não é executado. O SD e o SDRT incidem com uma taxa de 0,5% sobre o valor subjacente dos activos transaccionados de empresas sediadas no RU, independentemente do lugar onde ocorre a transacção e da residência das partes (princípio da emissão), sendo devido e pago pelo adquirente aquando do registo da transferência ou estampagem do selo. Estão isentas certas actividades (v.g. mercados primários; desmaterialização de acções; transferências em que se mantém o beneficiário) e instrumentos (e.g. títulos de dívida governamentais), bem como é conferida uma dedução fiscal às entidades que sejam consideradas intermediárias ou CPC. Cerca de 90% das receitas derivam do SDRT, tendo sido as receitas líquidas de ambos os impostos entre 2559 e 4168 milhões de libras entre 2001 e 2012 (em média 3099 milhões).

Apesar de ser difícil de evitar os *Stamp Duty's* sobre acções de empresas sediadas no RU, porque são maioritariamente negociadas através do CREST, existem duas formas legais de não pagar *Stamp Duty's*: o *American depositary receipts* (títulos emitidos por um banco americano que representam acções estrangeiras detidas por este, com o fim de serem negociados nos mercados financeiros estadunidenses, estando a sua emissão sujeita a SDRT com uma taxa de 1,5%) e o *Exchange Traded Fund* (esquema de investimento estrangeiro listado nos mercados organizados do RU isento do SDRT, desde que não seja gerido e controlado centralmente no RU ou tenha registo de acções no RU. [Fontes: CREST (Crest Manual 2008, 4-15); CE (CSWPIA, 2011, vol. 9, 4-7); PWC (2013, 34-35); <<https://www.gov.uk/government/collections/stamp-duties-statistics>>].

2. O STT belga

Na Bélgica vigora um imposto sobre certas transacções dos mercados bolsistas aí concluídas ou executadas através de um intermediário financeiro profissional belga (i.e. que opera transacções bolsistas), desde que se trate de valores mobiliários suscetíveis de serem negociados em mercados organizados, independentemente da sua origem. As transacções tributáveis consistem na compra e na venda de instrumentos financeiros vários (v.g. acções, obrigações, alguns derivados), sendo devido imposto duas vezes se ambas as partes forem belgas, e no resgate de acções próprias por empresas de investimento, isentando contudo as transacções realizadas por conta própria de certas instituições financeiras (e.g. bancos, seguradoras) e de indivíduos não residentes. O valor tributável varia consoante se trate de aquisições (o montante pecuniário devido pelo comprador deduzido da comissão de corretagem), de alienações (o mesmo montante sem ser deduzido da comissão) ou de resgates de acções próprias (o seu valor bruto). As taxas do imposto são de 0,07% sobre a transmissão de certas acções e de títulos de dívida pública e privada, 0,5% sobre o resgate de acções próprias de empresas de investimento e 0,17% sobre outros valores mobiliários – sendo que as taxas de 0,07% e 0,17% tem como limite máximo 500 euros por transacção enquanto que a taxa de 0,5% tem como limite máximo 750 euros. Por fim, este imposto é devido pelo intermediário que se interpõe entre as partes contratantes, embora sejam estas a suportá-lo efectivamente, entregando as receitas à Administração fiscal belga. [Fonte: CE, CSWPIA, 2011, vol. 9, 2-3].

3. O *Stamp Tax* suíço

Consiste num imposto sobre transacções de valores mobiliários desde que uma das partes ou intermediários seja um corrector suíço (ex: bancos e outras instituições financeiras). O corrector deve metade do imposto se agir como parte na transacção ou se agir por conta de cada parte que não seja correctora. O imposto incide objectivamente sobre acções e títulos de dívida, tendo como valor tributável o pagamento devido (e na falta deste o justo valor de mercado do activo transaccionado) e as taxas são de 0,15% sobre os activos suíços e 0,3% sobre os activos estrangeiros. Existem contudo

várias isenções objectivas e subjectivas (v.g. *call options* sobre acções; certas transacções do mercado primário de acções e títulos de dívida; Estados e bancos centrais estrangeiros; bancos estrangeiros). Por fim, a sua receita fiscal foi 1.9 biliões de francos suíços em 2007 ou 0.37% do PIB. [Fonte: CE, CSWPIA, 2011, vol. 9, 9-10].

4. O STT de Taiwan

Taiwan tem um imposto sobre transacções financeiras desde 1965, várias vezes alterado, que incide objectivamente sobre o preço bruto de venda de valores mobiliários à taxa de 0,3% sobre acções ou certificados de acções de empresas e de 0,1% sobre alguns títulos de dívida empresarial ou qualquer outro valor mobiliário aprovado pelo governo, entre 0,0000125% e 0,06% sobre os diversos contratos de futuros e 0,1% and 0,6% sobre os diversos contratos de opções – existindo algumas isenções. Subjectivamente, o contribuinte é o vendedor dos activos, mas o devedor é o corrector ou o agente de vendas (ou o adquirente em caso de transacção directa), que tem a obrigação de o cobrar e entregar.

A receita fiscal em 2009 foi de 2,4 biliões de euros (sendo 96,5% das receitas provenientes do imposto sobre valores mobiliários). [Fontes: CE, CSWPIA, 2011, vol. 9, 10-11; BEITLER, 2010, 6-7].

5. O Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF)

O Brasil tem desde 1966 um imposto sobre operações financeiras (operações de crédito e seguros, cambiais, valores mobiliários e ouro, activos financeiros ou cambiais), referindo-se-lhe a Constituição brasileira como imposto da União no art. 153.º, inciso V, e estabelecendo o CTN o seu regime geral, definindo os factos tributários (art. 63.º), os valores ou matérias tributáveis (art. 64.º), os contribuintes (art. 66.º) e o destino das receitas (art. 67.º).

Porém, este imposto é densificado pelo Decreto nº 6.306, de 14 de Dezembro de 2007, que o disciplina com rigor.

Em especial, nas *operações de crédito* o facto gerador consiste na entrega do montante ou a sua colocação à disposição do interessado, considerando-se ocorrido nas várias datas especificadas (art. 3.º); os

contribuintes são os tomadores de crédito ou os alienantes de certos direitos creditórios (art. 4.º), sendo certas instituições financeiras responsáveis pela cobrança do IOF e sua entrega ao Tesouro (art. 5.º); a taxa máxima é de 1,5% por dia sobre o valor destas operações (art.6.º), sendo em regra de 0,0041% (art.7.º), estabelecendo-se taxa 0 para certas operações entre certas entidades, v.g. entre a cooperativa e seus associados (art.8.º), sendo algumas operações isentas, v.g., relacionadas com relações diplomáticas (art.9.º), sendo cobrado nas várias datas do art 10.º .

Já nas *operações cambiais*, o facto tributário é a entrega ou colocação à disposição do interessado de moedas ou documentos que as representem, tornando-se exigíveis e cobrados no acto de liquidação desta operação (art. 11.º e 17.º); os contribuintes são os compradores ou vendedores de moeda estrangeira relativamente às transacções financeiras para o exterior ou do exterior (art. 12.º), e os responsáveis pela cobrança e entrega ao Tesouro as instituições autorizadas a operar no câmbio (art. 13.º); o valor tributável é a quantia em moeda nacional transaccionada ou posta à disposição (art. 14.º), estando sujeito a uma taxa máxima de 25%, embora a taxa regra seja a de 0,38% e existam excepções tributadas à taxa 0 (art. 15.º), existindo ainda algumas operações isentas à semelhança do art. 9.º (art.16.º).

Quanto às *operações de seguro*, o facto tributário ocorre e torna-se exigível com a aceitação do prémio (art. 18); os contribuintes são as pessoas seguradas e as responsáveis pela cobrança são as seguradoras ou instituições financeiras encarregues da cobrança dos prémios (art. 19.º e 20.º); o valor tributável é o dos prémios pagos (art. 21.º), sendo a taxa normal de 25% mas variando entre os 0% e os 7,38% em alguns casos (art. 22.º), estando isentas algumas operações à semelhança dos art. 9.º e 16.º (art. 23.º).

Por seu turno, as *operações relativas a valores mobiliários* têm por facto gerador a “aquisição, cessão, resgate, repactuação ou pagamento para liquidação de títulos e valores mobiliários” e são exigíveis nessa altura (art. 25.º); os contribuintes são em regra os adquirentes e os titulares de aplicações financeiras (art. 26.º) e os responsáveis pela cobrança e entrega as instituições e entidades referidas no art. 27.º (v.g. mercados organizados, instituições autorizadas a negociar valores mobiliários), sendo o valor tributável em regra o da aquisi-

ção, cessão ou resgate dos valores mobiliários, ou equivalentes, e da operação de financiamento realizada em bolsa (art. 28.º), à taxa máxima de 1,5% por dia, variando a taxa em certas operações entre os 0% e 0,5% por dia (art. 29.º a 33.º), havendo ainda isenções semelhantes aos art. 9.º, 16.º e 23.º (art. 34.º); sendo cobrado em regra na datada liquidação financeira da operação (art. 35.º).

Por fim, as *operações com ouro, activos financeiros ou cambiais*, o facto gerador é a “primeira aquisição do ouro, ativo financeiro, ou instrumento cambial, efetuada por instituição autorizada integrante do Sistema Financeiro” brasileiro, tornando-se em regra então devido e cobrado (art. 36.º e 40.º); os contribuintes são aquelas instituições adquirentes; o valor tributável é o preço de aquisição à taxa de 1% (art. 38.º e 39.º).

Contudo, para todas as operações financeiras mencionadas, não se considera facto gerador os registos baseados em erro formal ou contabilístico, possibilitando-se a sua regularização (art. 64.º) .

Refira-se ainda que art. 65.º considera os responsáveis como retentores, ou seja substitutos tributários.

Por fim, damos ainda conta da existência uma Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira, entre 1997 e 2007. [Fontes: *Constituição Brasileira*; *Código Nacional Tributário*; *Lei n.º 5.143*, de 20 de Outubro de 1966; *Decreto n.º 6.306*, de 14 de Dezembro de 2007].

6. O Imposto de Selo (IS) português

Em Portugal o imposto de selo aplica-se também às actividades financeiras e de seguros. No que a estas actividades diz respeito, este imposto incide *objectivamente* sobre todos os actos, contratos, documentos e títulos constantes da Tabela Geral, salvo as operações tributáveis em sede de IVA e dele não isentas, relativos às operações de crédito, garantias e os juros e outras contraprestações realizadas e cobradas por Instituições de Crédito, Sociedades Financeiras ou entidades equiparadas (quer sediadas no estrangeiro ou em Portugal, quer as suas filiais ou sucursais sejam ou não residentes em Portugal, desde que os clientes residam em Portugal), os seguros efectuados em Portugal ou no estrangeiro desde que o risco segurado esteja ligado a Portugal, e as comissões de mediação – art. 1.º e 4.º e pontos

17 e 22 da Tabela geral²²². *Subjectivamente*, incide sobre: i) as entidades credoras dos montantes mutuados, garantias prestadas, juros, prémios, comissões ou outras contraprestações; ii) as instituições de crédito, as sociedades financeiras e entidades equiparadas residentes em Portugal que intermedeiem aquelas operações financeiras entre os clientes residentes em Portugal e as instituições de crédito e sociedades financeiras não residentes; iii) as seguradoras quanto ao montante das apólices e aos custos dos prémios e às comissões pagas a mediadores; iv) os mutuários, beneficiários das garantias ou devedores dos juros e outras contraprestações, que não tenham sido intermediados pelas entidades dos pontos i) e ii), e cujo credor exerça a sua actividade no estrangeiro; v) os representantes das instituições financeiras e sociedades de crédito não residentes que actuem em Portugal – art. 2º (encontram-se contudo isentas as pessoas colectivas públicas territoriais e entidades não empresariais com elas estritamente conexas, as IPSS's, as entidades de utilidade pública, as instituições de segurança social – art. 6º).

Porém, o IS deve constituir encargo do(s) titular(es) de interesse(s) económico(s), ou seja sobre os utilizadores do crédito, os clientes das instituições financeiras, bem como o tomador de seguros e o mediador (pelas actividades de seguro e de mediação, respectivamente), sendo o IS repartido proporcionalmente pelo número de titulares destes interesses – art. 3º.

Os factos tributários ocorrem no momento da cobrança dos prémios de seguro, na realização das operações de crédito (ou no último dia de cada mês em certas situações), no momento da cobrança de juros, prémios e outras contraprestações (no caso de operações realizadas por instituições de crédito, sociedades financeiras ou entidades equiparadas) – art. 5º.

Quanto ao valor tributável e taxa aplicável, consiste no valor da cotação na data da transmissão das acções, títulos e certificados de dívida pública (art. 15º n.º 3, à taxa de 10% - art. 1º n.º 3 c) e ponto 1.2 da Tabela Geral), no valor da utilização do crédito (em geral, com taxas entre os 0,04% e os 0,6%; nos contratos de crédito para consumo, com taxas entre 0,07% e 1%, em ambos os casos em

²²² Estão isentas as garantias, as operações de crédito e os juros em que participe uma entidade gestora de mercados regulamentados ou equivalentes, ou entre certas instituições financeiras – art. 7º.

função do prazo), no valor cobrado pelas instituições financeiras (em regra a taxa é de 4%, salvo as comissões por garantias prestadas – 3%), sobre o valor da soma dos prémios de seguro, do custo da apólice e outras receitas das seguradoras, bem como sobre o valor das comissões de mediação (as taxas variam entre os 2% e os 9% consoante o tipo de seguro; é de 2% sobre as comissões) – pontos 17 e 22 da Tabela geral.

Por fim, compete aos sujeitos passivos liquidar e pagar o IS²²³, bem como declarar anualmente o montante de IS liquidado e o valor dos actos isentos, independentemente da responsabilidade tributária (art. 42.º – art. 23.º n.ºs 1 e 2, 41.º e 52.º. [Fonte: CIS].

7. O ITF italiano

Recentemente foi introduzido em Itália um imposto sobre transacções financeiras por força da Lei orçamental italiana – a *Legge di stabilità 2013* (Lei n.º 228, de 24 de Dezembro de 2012), art. 1.º, parágrafos 491 a 500. Esta Lei incumbiu o Ministério da Economia e Finanças de criar um Decreto que densificasse as normas relativas a este imposto – o Decreto de 21 de Fevereiro de 2013.

Segundo este Decreto, o imposto incide sobre a transmissão de três categorias de instrumentos financeiros: 1) certas acções, *depository receipts*, instrumentos financeiros de participação; 2) alguns instrumentos derivados; 3) algumas operações de *high-frequency trading* (HFT).

Quanto ao primeiro grupo (art. 2.º a 6.º), o ITF incide objectivamente sobre a transferência da titularidade destes instrumentos (incluindo permuta, conversão ou refinanciamento de instrumentos financeiros) emitidos por empresas residentes em Itália – no caso dos *depository receipts* releva a emissão dos instrumentos por estes representados – que é tida por ocorrida, em regra, no momento da efectiva liquidação, embora possa ser considerada no momento da produção dos seus efeitos jurídicos. Atendendo a este facto tributário, o ITF incide sobre o valor correspondente ao número de valores mobiliários resultante da soma algébrica positiva dos balanços finais

²²³ Contudo, não se afigura fácil determinar se se trata de substituição tributária (caso em que os sujeitos passivos não são contribuintes, mas apenas devedores da retenção e entrega do imposto) ou de repercussão legal (caso em que o sujeito passivo é devedor do imposto e contribuinte, como sucede com o IVA).

líquidos das transacções multiplicado pelo preços médios ponderados das aquisições feitas num dia determinado (salvo as transacções isentas e excluídas), à taxa geral de 0,2% do valor da transacção (que pode ser reduzida para metade em certos casos), devendo ser pago pelos adquirentes da titularidade de acções, instrumentos financeiros de participação e *depository receipts*, independentemente do lugar da conclusão do contrato ou da residência.

Já no que respeita aos instrumentos derivados (art. 7.º a 11.º), o ITF incide objectivamente sobre os derivados negociados em mercados regulados/sistemas de negociação multilateral ou subscritos e negociados fora deles, cujo activo subjacente seja um ou mais instrumentos financeiros (apenas acções ou instrumentos equivalentes) ou o seu valor dependa destes instrumentos financeiros, desde que o activo subjacente ou o valor nocional consista em mais de 50% do valor de mercado dos instrumentos subjacentes calculado à data da emissão dos derivados em mercado regulados/sistemas de negociação multilateral ou na data da conclusão da transacção nos outros casos. Importa referir que o valor nocional dos derivados varia consoante o seu tipo (v.g. opções, futuros, *swaps*, contratos diferenciais, *warrants*, certificados ou combinação de alguns destes, constante do art. 9.º) – sendo que em alternativa o valor nocional pode ser presumido igual a dois milhões de euros.

As taxas de imposto (implícitas e variáveis) constam da tabela 3 da *Legge di stabilità* de 2013, podendo ser reduzidas a 1/5 no caso de as transacções serem executadas em mercados regulados ou sistemas de negociação multilateral, bem como no caso dos derivados negociados por um intermediário entre as partes num mercado regulado ou sistema de negociação multilateral (desde que no exercício das suas funções), e ainda as operações de *market making*. Segundo a tabela 3, os montantes de imposto devido são os seguintes: para valores nominais entre 2500 euros e mais de 1000000 de euros o ITF varia entre 0,01875 e os 15 euros; entre os 0,125 e os 100 euros; entre 0,25 e os 200 euros – consoante os tipos de contratos de derivados sobre índices de acções, sobre acções ou sobre mistura de ambos, respectivamente.

As transacções de derivados são tributáveis no momento da sua conclusão, sendo esta ou o tempo da subscrição/negociação/modificação do contrato, ou o tempo da transferência da titularidade, sendo

devidas pelas duas contrapartes da transacção, independentemente do lugar da sua residência e do lugar onde a transacção foi concluída.

Finalmente, quanto às HFT (art. 12.º a 14.º), o ITF incide sobre as operações geradas por algoritmos computadorizados que automaticamente determinam as decisões relacionadas com o envio, modificação e cancelamento de ordens e os parâmetros relevantes (salvo os usados na actividade de *market making* ou para cumprir ordens dos clientes), que ocorrem em intervalos que excedem meio segundo (entre a ordem de aquisição ou venda e a subsequente alteração ou cancelamento), relacionadas com com acções e derivados, instrumentos financeiros de participação e *depository receipts*, negociadas no mercados financeiros italianos regulados e em sistemas de negociação multilateral, independentemente do emissor e da sua residência.

O valor tributável é, em regra, calculado com base diária e é devido sempre que a *ratio* (num único dia) entre a soma das ordens canceladas e modificadas (até meio segundo) e a soma das ordens entradas e modificadas exceder 60%, com referência a um único instrumento financeiro.

Subjectivamente, o imposto é devido pelas pessoas que, através de algoritmos, deram ordens de compra, venda e cancelamentos ou modificações.

Depois, importa salientar que a estas disposições particulares relativas a cada tipo de instrumento/estratégia de negociação acrescem outras, não menos importantes, de carácter geral que procedem a isenções e exclusões tributárias (art. 16.º e 15.º).

O art. 16.º isenta algumas transacções relativamente a ambas as partes (como as realizadas com a UE e os seus órgãos, o BCE, o Banco de Investimento Europeu, os bancos centrais dos EM, e as transferências de titularidade de unidades de investimento colectivo ou a subscrição de contratos para provisão de serviços de gestão de portfólio – ambas classificadas como ética ou socialmente responsáveis) ou apenas relativas aos *market makers* (nas actividades em que ajam enquanto tais e nas do mercado primário, e as actividades que auxiliem a liquidez), isentando também alguns fundos de pensão e instituições de segurança social.

Já o art. 15.º exclui da incidência tributária as transferências da titularidade (bem como a a emissão e cancelamento) de instrumentos financeiros originários e derivados a título gratuito, ou entre

empresas em relação de controlo; de títulos de dívida; a aquisição de acções recém-emitidas e a conversão de títulos de dívida em acções, ou o exercício duma opção de acções, ou um modo de liquidação de transacções; a transmissão de instrumentos que sirvam de financiamento ou cobertura de riscos, ou que não transfram a titularidade; a transmissão de instrumentos originários emitidos por empresas com capitalização limitada; os intermediários financeiros de qualquer instrumento financeiro que se coloquem entre as partes da transacção (comprando a um e vendendo a outro) e os intermediários que fazem compensação ou prestam garantias.

Por último, note-se que segundo o art. 19.º o ITF deve ser pago pelos bancos, empresas de investimento e *trusts* que estejam envolvidos na negociação de instrumentos financeiros, e pelos notários envolvidos na autenticação das transacções, sendo que só nos restantes casos deve ser pago pelos contribuintes. Porém, quando forem várias as partes duma transacção, o ITF é pago por quem recebeu directamente a ordem de aquisição do comprador ou parte final.

Parece assim claro que este imposto, aprovado depois da primeira proposta de ITF europeu e densificado depois da segunda, é em muitos aspectos mais confuso e complexo do que o ITF europeu.

[Fonte: *Legge di stabilità 2013* (Lei n.º 228, de 24 de Dezembro de 2012) e Decreto de 21 de Fevereiro de 2013].

8. O STT estadunidense

Entre 1914 e 1965 vigorou um imposto de selo nos EUA (*Federal documentary stamp tax*) que incidiu, objectivamente, sobre cada emissão e transferência de acções e certificados de dívida empresarial, bem como sobre os prémios das apólices de seguros e títulos de indemnização emitidos pelas seguradoras estrangeiras, com taxas variáveis entre 0,0002% e 0,001%, em regra, sobre o valor facial ou sobre a fracção – as acções estrangeiras negociadas nos EUA e as acções estadunidenses negociadas no estrangeiro estavam isentas, bem como as obrigações estaduais e federais. Subjectivamente, os contribuintes eram em regra os emissores/transmitentes, embora todas as partes numa transacção fossem responsáveis, podendo um membro da bolsa de valores mobiliários (*broker/dealer*) indicar a bolsa ou a câmara de compensação como devedor do imposto

em certas transacções. Quanto às receitas, arrecadou cerca de 140 milhões de dólares (ou 0,1% do total de receitas) em 1963.

Um outro STT vigorou no Estado de Nova Iorque entre 1905 e 1981 sobre a transacção de acções, baseando-se ou no seu valor facial ou num certo montante prefixado por acção, tendo a sua taxa sido alterada nove vezes, começando por ser de 0,0002% sobre o valor facial ou 0,02 dólares por acção. [Fontes: ADVISORY COMMISSION ON INTERGOVERNMENTAL RELATIONS, 1964, 9-16; SUMMERS E SUMMERS, 1989, 277; POMERANETS/WEAVER, 2011, 2-6].

9. O STT japonês

No Japão vigorou um imposto sobre valores mobiliários de 1953 a 1999, cessando com o *Financial Big Bang* (alegadamente devido aos excessivos custos de transacções na bolsa de Tóquio). Objectivamente, incidia sobre as transacções de valores mobiliários (v.g. acções; títulos de dívida empresariais, governamentais e de entidades públicas locais; certos certificados – isentando alguns valores mobiliários de curto prazo), tendo por base o valor de venda ou o valor existente no momento da transacção. Subjectivamente, tinha por contribuintes os transmitentes dos valores mobiliários (isentando apenas os governos locais e nacional). Já as taxas, variavam entre 0,06% e 0,12%, 0,005% e 0,06% (no caso de os transmitentes serem empresas de valores mobiliários), ou entre 0,1% e 0,21%, 0,015% e 0,16% (no caso de serem transmitidas por investidores), respectivamente sobre as transmissões de acções e dos vários títulos de dívida. Quanto às receitas, chegou a angariar cerca de 12 biliões de dólares por ano.

[Fontes: HAYASHIDA/ONO, 2011, 1810 e s.; BEITLER, 2010, 14; PWC, 2013, 33-34; <http://www.mof.go.jp/english/tax_policy/tax_system/japanese_tax_system_1998/zc001f07.htm>].

10. O STT sueco

Após um forte crescimento do sector financeiro na década de 1980, tido por alguns como excessivo e desestabilizador, a Suécia introduziu em 1984 um STT de 0,5% sobre a transmissão de participações sociais, *warrants*, futuros de acções e exercício de opções

(1% por cada *round trip*) intermediadas por correctores suecos e sobre opções de acções (2% sobre o prémio da opção, por *round trip*). Em 1986 o STT aumentou para 1% sobre a transmissão de acções e derivados que as tivessem como activo subjacente (2% por *round trip*), e em 1987 ampliou a base tributável e passou a tributar a negociação entre *dealers* com uma taxa de 0,5% (1% por *round trip*). Em 1989 a base foi novamente ampliada e introduziu-se um imposto sobre os títulos de rendimento fixo (v.g. títulos de dívida pública) com taxas entre 0,002% e 0,03%, que seria abolido em 1990. No início de 1991 as taxas do STT foram reduzidas a metade e no fim do ano este foi abolido. As razões da sua abolição vão desde muito reduzidas receitas (eram esperados 1,5 biliões e foram arrecadados em media 50 milhões de coroas suecas, tendo o STT afectado as receitas do imposto sobre ganhos de capital ao diminuir o volume de negociação), à redução dos preços das acções e ao consequente aumento do custo de capital para as empresas, passando pela séria redução do volume de negociação na Suécia devido à sua emigração para mercados fiscalmente mais favoráveis, como o RU (por vezes recorrendo a correctores não suecos), e/ou substituição de certos activos tributados por não tributados próximos, ou mesmo a não negociação de certos activos financeiros – e.g. o volume médio de negociação de acções foi 57% do volume total na vigência do STT, tendo aumentado 56% em 1992. [Fontes: CE, CSWPIA, 2011, vol. 9, 8-9; CAMPBELL E FROOT, 1993, 1-10 e 24-28].

Abreviaturas

ABE - Autoridade Bancária Europeia

AES - Autoridades Europeias de Supervisão (ABE, AES, AEVM)

AESP - Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma

AEVM - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

BCE - Banco Central Europeu

BIS - Bank for International Settlements

BP - Banco de Portugal

BT* T - Bank Transaction Tax

CBSB - Comité de Basileia de Supervisão Bancária

CC - Câmara de Compensação

CDS - Credit Default Swap

CE - Comissão Europeia

CERS - Comité Europeu de Risco Sistémico

CESE - Comité Económico e Social Europeu

CIS - Código do Imposto de Selo

CIVA - Código do IVA

CLS Bank - Continuous Linked Settlement Bank

CME - Chicago Mercantile Exchange

CMVM - Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CNT - Código Nacional Tributário (brasileiro)

CPC - Contraparte Central

CSWD - Commission Staff Working Document

CSWP* IA - Commission Staff Working Paper Impact Assesment (que acompanha as Propostas de Directiva do Conselho sobre o ITF europeu)

CTT - Currency Transaction Tax

CVM - Código de Valores Mobiliários

DAC - Directivas de Adequação de Capital

DL - Decreto-lei

DMIF - Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Directiva 2004/39/CE)

EBF - European Banking Federation

EM - Estados-Membros

FMI - Fundo Monetário Internacional

FSB - Financial Stability Board

HFT - High Frequency Trading

IAF - Imposto sobre Actividades Financeiras

IFSI - Instituições Financeiras Sistemicamente Importantes

IOF - Imposto sobre as Operações Financeiras

ISP - Instituto de Seguros de Portugal

ITF - Imposto sobre Transacções Financeiras

IVA - Imposto sobre Valor Acrescentado

JOUE – Jornal Oficial da União Europeia

LGT - Lei Geral Tributária

LGTE - Ley General Tributaria (espanhola)

LO - Lei Orgânica

LSE - London Stock Exchange

MF - Ministério das Finanças

NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System

NYSE - New York Stock Exchange (EURONEXT)

OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico

ONU - Organização das Nações Unidas

OTC - Over-the-counter

OTCBB - Over-the-counter Bulletin Board

PE - Parlamento Europeu

RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

RGTAL - Regime Geral das Taxas das Autarquias Locais
RFALEM - Regime Financeiro das Autarquias Locais e das Entidades Inter-municipais
RTGS - Real Time Gross Settlement
SBEC - Sistema Europeu de Bancos Centrais
SD - Stamp Duty
SESF - Sistema Europeu de Supervisão Financeira
SNM - Sistemas de Negociação Multilateral
SPV - Special Purpose Vehicle
STT - Securities Transaction Tax
SWIFT - Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications
TARGET - Trans-European Real-Time Gross Settlement Express Transfer
TFUE - Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
TJUE - Tribunal de Justiça da União Europeia
TUE - Tratado da União Europeia
EU - União Europeia
WFE – World Federation of Exchanges

Bibliografia Consultada

- ACHARYA, Viral/RICHARDSON, Matthew – *Causes of the Financial Crisis*, Critical Review, 2009 (26 p.).
- ADVISORY COMMISSION ON INTERGOVERNMENTAL RELATIONS – *The Intergovernmental Aspects of Documentary Taxes*, Setembro, 1964, 29 p.
- AKERLOF, George – “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (1970) 488-500.
- ALMEIDA, António Pereira de – *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.^a ed., Coimbra Editora, 2011.
- ALVES, António/BENTO, André – *Regime da Contribuição Especial sobre a Banca*, Campos Ferreira, Sá Carneiro & Associados, Maio de 2011, 4 p..

- ANDRADE, Fernando Rocha – *Concorrência fiscal internacional na tributação dos lucros das empresas*, Dissertação de mestrado em Direito (Ciências Jurídico-Económicas) apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2001.
- ANDRIANOVA, Svetlana/ DEMETRIADES, Panicos/XU, Chenggang – “Political Economy Origins of Financial Markets in Europe and Asia”, *World Development*, 39/5 (2011) 686–699.
- ANTUNES, José Engrácia – *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 2009.
- “Os Derivados”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30 (2008) 91-136 (disponível em <www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>).
- ARCHER, Paulo Ataíde - *O sistema financeiro e o imposto europeu sobre transacções financeiras: um modesto contributo para a compreensão da sua relação*, Trabalho académico apresentado à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra na disciplina de Créditos e Mercados Financeiros, integrante da parte curricular de mestrado, e regida pelo Senhor Professor José Manuel Quelhas, policopiado, 2013, 33 p.
- BACA-CAMPODÓNICO, Jorge/MELLO, Luiz de/KIRILENKO, Andrei – “The Rates and Revenue of Bank Transaction Taxes”, *Economics Department Working Papers*, OCDE, 494 (2006) 26 p.
- BAKER, Dean/McARTHUR, Travis – *The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy*, Center for Economic and Policy Research, Issue Brief, Setembro de 2009, 5 p.
- BALTAGI, Badi H./LI, Dong/LI, Qi – “Transaction tax and stock market behavior: evidence from an emerging market”, *Empirical Economics*, 31 (2006) 393-408.
- BARCLAY, Bill – *Found Money: The Case for a Financial Transaction Tax*, Dissent Summer, 2010, 61-65.
- BASTO, José Xavier de – *Tópicos para uma Reforma Fiscal impossível*, Notas Económicas, 2004, 8-17.
- “Justiça Tributária: ontem e hoje”, *Boletim de Ciências Económicas*, 49 (2006) 113-152.
- BEITLER, Daiana – *Raising Revenue: A Review of Financial Transaction Taxes throughout the World*, Health Poverty Action/Stamp Out Poverty, Setembro de 2010, 33 p.
- BIJLSMA, Michiel/LEVER, Marcel/ANTHONY, Jürgen/ZWART, Gijsbert – *An Evaluation of the Financial Transaction Tax*, CPB Achtergronddocument, 21 de Dezembro, 2011, 23 p.

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) – *Triennial Central Bank Survey (Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results)*, Setembro de 2013a, 22 p.
- *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2013*, Novembro de 2013b, 35 p.
- BLOMMFIELD, Robert/O'HARA, Maureen/SAAR, Gideon – “How Noise Trading Affects Markets: An Experimental Analysis”, Forthcoming in the *Review of Financial Studies*, 2009, 42 p.
- BOND, Steve/HAWKINS, Mike/KLEMM, Alexander – *Stamp Duty on Shares and its Effect on Share Prices*, Institute for Fiscal Studies, WP04/11, 2004, 23 p.
- BRONDOLO, John D. – *Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility*, IMF Working Paper, WP/11/185, IMF, 2011, 51 p.
- BROWNE, James/ROANTREE, Barra – *A Survey of the UK Tax System*, Institute for Fiscal Studies, IFS Briefing Note BN09, Outubro de 2012, 60 p.
- BUETTNER, Thiess/ERBE, Katharina – *Revenue and Welfare Effects of Financial Sector VAT Exemption*, TaxFACT's Schriftenreihe Nr. 2012-02, Outubro, 2012a, 34 p.
- *EAT or VAT? The Financial Activities Tax as a Substitute to Imposing Value Added Tax on Financial Services*, Dezembro, 2012b, 21 p.
- CADET, Fabien/VASCEGA, Marius – *Fewer Woods for Robin Hood: Financial Transaction Tax under Enhanced Cooperation*, EuZW 2013, 574 - Beck-online, 2013, 9 p.
- CAMPBELL, John Y./ FROOT, Kenneth A. – *International Experiences with Securities Transaction Taxes*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, 4587 (Dezembro, 1993) 40 p.
- CAMPOS, Diogo Leite de/CAMPOS, Mônica Horta Neves Leite de – *Direito Tributário*, 2.^a ed. (reimpr. da ed. de 2000), Almedina, 2003.
- CAMPOS, João Mota de/CAMPOS, João Luiz Mota de – *Manual de Direito Europeu: O sistema institucional, a ordem jurídica e o ordenamento económico da União Europeia*, 6.^a ed., Coimbra Editora, 2010.
- CANOTILHO, José Joaquim Gomes – *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, 7.^a ed., Almedina, 2003.
- / MOREIRA, Vital Martins – *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Vol. I e II, Coimbra Editora, 2007.
- CARDONA, Maria Celeste – “Contribuição Extraordinária sobre o Sector Bancário”, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, 4/1 (Primavera, 2011) 83- 112.

- CASTRO, Luis M. Linde de – “Del impuesto Tobin al impuesto sobre transacciones financieras”, *Cuenta con IGAE*, ISSN-e 1578-0317, 25 (2010) 45-46.
- CATARINO, Luís Guilherme – *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades independentes*, Almedina, 2010.
- CHRISTENSEN, John/COLEMAN, Pete/KAPOOR, Sony - *Tax Avoidance, Tax Competition and Globalisation: making tax justice a focus for global activism*, Global Tax Workshop, Finland, 18-20 November 2004, 12 p.
- CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP – *German Bank Levy Federal Government Issues Restructuring Fund Regulation*, March, 201, 5 p.
- CMVM – *Guia do investidor*, sem data, disponível em <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Guia/Documents/GuiaInvestidorOnline060905%20textocorrido2.pdf>>, 84 p.
- COMISSÃO EUROPEIA – *Proposta de Directiva do Conselho que altera a Directiva 2006/112/CE do Conselho relativa ao sistema comum do imposto sobre o valor acrescentado no que diz respeito aos serviços financeiros e de seguros*, COM(2007) 747 final, de 28 de Novembro de 2007, 14 p.
- *Proposta de Regulamento do Conselho que estabelece medidas de aplicação da Directiva 2006/112/ce do Conselho relativa ao sistema comum do imposto sobre o valor acrescentado, no que diz respeito aos serviços financeiros e de seguros*, COM(2007) 746 final/2 (que anula e substitui a proposta de Regulamento do Conselho - COM(2007) 746 final, de 28 de Novembro de 2007), de 20 de Fevereiro de 2008, 21 p.
- *Commission Staff Working Document: Innovative Financing at a Global Level* [SEC(2010) 409 final], 1 de Abril, 2010a, 5 s. e 16-30.
- *Commission Staff Working Document: Financial Sector Taxation* [SEC(2010) 1166], Accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Taxation of the Financial Sector, de 7 de Outubro de 2010b, 43 p.
- *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: A tributação do sector financeiro*, COM(2010) 549 final, de 7 de Outubro de 2010, 9 p.
- *Proposta de Directiva do Conselho sobre um sistema comum de imposto sobre as transacções financeiras e que altera a Directiva 2008/7/CE*, COM(2011) 594 final, de 28 de Setembro de 2011, 33 p.

- *Commission Staff Working Paper Impact Assessment* (que acompanha a proposta de Directiva de ITF de 2011), de 28 de Setembro de 2011 – vol. 1 (*Instruments for the Taxation of the Financial Sector*, 55 p.); vol. 4 (*Review of Current Practices for Taxation of Financial Instruments, Profits and Remuneration of the Financial Sector*, p. 3-73); vol. 6 (*Is the Financial Sector Under-taxed? Empirical Part*, 5 p.); vol. 8 (*Policy Options*, 27 p.); vol. 9 (*Country Experiences*, 16 p.); vol. 13 (*Legal and Economic Incidence*, 8 p.); vol. 14 (*Equity Aspects*, 14 p.); vol. 16 (*Effects on Macroeconomic Variables*, p. 34-46); vol. 17 (*Efficiency Aspects*, 9 p.) vol. 18 (*Integration of EAT with VAT*, 6 p.); vol. 19 (*The Debt-Equity Bias - Consequences and Solutions*, 12 p.).
- *Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece um Enquadramento para a Recuperação e Resolução de Instituições de Crédito e Empresas de Investimento e que altera as Diretivas 77/91/CEE e 82/891/CE do Conselho, as Diretivas 2001/24/CE, 2004/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE e 2011/55/CE e o Regulamento (UE) n.º 1093/2010, COM(2012) 280 final, de 6 de Junho de 2012 (182 p., maxime p. 2-22 e art. 90.º-102.º).*
- *Proposal for a Council Decision authorising enhanced cooperation in the area of financial transaction tax*, COM(2012) 631 final/2, de 25 de Outubro de 2012, 12 p.
- *Proposta de Diretiva do Conselho que aplica uma cooperação reforçada no domínio do imposto sobre as transações financeiras*, COM(2013) 71 final, de 14 de Fevereiro de 2013, 41 p.
- *Commission Staff Working Document Impact Assessment* (que acompanha a proposta de Directiva de ITF de 2013), de 14 de Fevereiro de 2013, 70 p.
- COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL EUROPEU – *Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre «Imposto sobre as Transações Financeiras» (parecer de iniciativa)*, (2011/C 44/14), JOUE C 44/81-89, de 11 de Fevereiro de 2011.
- *Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a «Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: A tributação do sector financeiro»*, (2011/C 248/11), JOUE C 248/64- 67, de 25 de Agosto de 2011.
- *Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a Proposta de diretiva do Conselho sobre um sistema comum de imposto sobre as transações financeiras e que altera a Diretiva 2008/7/CE*, (2012/C 181/11), JOUE C 181/55-63, de 21 de Junho de 2012.
- *Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a Proposta de diretiva do Conselho que aplica uma cooperação reforçada no domínio do imposto sobre as transações financeiras*, (2013/C 271/06), JOUE C 271/36-41, de 19 de Setembro de 2013.

- CONSELHO EUROPEU – *Conclusões*, EUCO 6/09, de 11 de Dezembro de 2009, 20 p.
- *Decisão do Conselho de 22 de Janeiro de 2013 que autoriza uma cooperação reforçada no domínio do imposto sobre as transacções financeiras*, (2013/52/UE), JOUE L 22/11-12, de 25 de Janeiro de 2013.
- CORKERY, Jim/ZORNADA, Kristen – “High-Frequency Trading and a Financial Transaction Tax”, *Revenue Law Journal*, 22/1/ Article 3 (2012) 8 p.
- COTTARELLI, Carlo – “Fair and Substantial Taxing the Financial Sector”, in *Financial Sector Taxation: The IMF’s Report to the G-20 and Background Material*, 2010, 74-77.
- CREST – *CREST Manual* (Publication under Section 16, Freedom of Information Act 1997 rules, procedures, practices, guidelines & interpretations), Office of the Revenue Commissioners, CREST Unit, 2008, 4-25.
- CUNHA, Patrícia Noiret/ VASQUES, Sérgio – *Jurisprudência Fiscal Comunitária Anotada*, vol. I, Almedina, 2002.
- DARVAS, Zsolt/Weizsäcker, Jakob von – “Financial Transaction Tax: Small is Beautiful”, *Society and Economy*, 33 (2011) 449–473.
- DEUTSCHE BUNDESBANK – *Fundamental features of the German Bank Restructuring Act*, Monthly Report (June), 2011, 59-75.
- DOW, James/GORTON, Gary – “Noise Traders”, *NBER Working Paper Series*, 12256 (Maio de 2006) 5 p.
- EGGER, Peter/EHRLICH, Maximilian von/RADULESCU, Doina – “Comparison of Different Compensation Components and Levels among Different Sectors of the Economy”, *CSWPLA*, 5 (Maio 2011) 23 p.
- ESCOBAR, Ricardo – *Taxes in the Financial Sector: Chilean Case*, Servicios de Impuestos Internos, 2009.
- FABOZZI, Frank/MODIGLIANI, Franco/FERRI, Michael – *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 07632, 1994.
- FAMA, Eugene – “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance*, 46/5 (Dezembro, 1991) 1575-1610.
- “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance”, *Journal of Financial Economics*, 49 (1998) 283-306.
- FELDSTEIN, Martin – “Effects of Taxes on Economic Behavior”, *NBER Working Paper Series*, 13745 (Janeiro de 2008) 17 p.
- “Rethinking the Role of Fiscal Policy”, *NBER Working Paper Series*, 14684 (Janeiro de 2009) 11 p.

- FITOUSSI, Jean-Paul – *A Democracia e o Mercado*, Terramar, 2005; tradução portuguesa.
- FRIEDMAN, Milton – “The Need for Futures Markets in Currencies”, *Cato Journal*, 31/3 (Outono de 2011) 635-641, reimpr. do original de 1971).
- FUEST, Clemens – *The Financial Activities Tax (FAT) as a way forward?*, Brussels Tax Forum, Taxation of the Financial Sector, March 28-29, 2011.
- FUNDACIÓN IDEAS – *Impuestos para frenar la Especulación Financiera: Propuestas para el G-20*, Maio, 2010, 88 p.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector: Final Report for the G-20*, Junho, 2010, 74 p.
- G-20 – *Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy* (Washington), 15 de Novembro, 2008, 10 p.
- *London Summit - Leaders’ Statement*, 2 de Abril, 2009, 9 p.
- *Leaders’ Statement: The Pittsburgh Summit*, 24 e 25 de Setembro, 2009, 23 p.
- GARCIA NOVOA, César – *El Concepto de Tributo*, Marcial Pons, 2012.
- GARCIMARTÍN, Carlos – *La Tasa Tobin en el debate sobre el diseño del sistema financiero internacional*, Real Instituto Elcano, Ari, 2010, 7 p.
- GOMBER, Peter/HAFERKORN, Martin/ZIMMERMANN, Kai – *Securities Transaction Tax in France: Impact on Market Quality and Inter-Market Price Coordination*, Center of Excellence Sustainable Architecture for Finance in Europe, White Paper Series, 11 (2014) 10 p.
- GOTTLIEB, Geoff/IMPAVIDO, Gregorio/IVANOVA, Anna – “Taxing Finance (Many European policymakers are warming to the idea of broadening taxation of the financial sector)”, *Finance & Development*, (Setembro, 2012) 44-47.
- GREENWALD, Bruce/STIGLITZ, Joseph E. /WEISS, Andrew – “Informational Imperfections on the Capital Market and Macro-Economic Fluctuations”, *NBER Working Paper* 1335 (Abril de 1984) 12 p.
- GRIFFITH-JONES, Stephany – “International Financial Stability and Market Efficiency as a Global Public Good”, in Inge KAUL, ed., *Providing Global Public Goods: Managing Globalization*, Oxford Scholarship, 2003, 435-54.
- / PERSAUD, Avinash – *Financial Transaction Taxes*, <http://policydialogue.org/files/publications/FINANCIAL_TRANSACTION_TAXES_Griffith_Jones_and_Persaud_February_2012_REVIEWED.pdf> 17 p.
- HAAN, Jakob de/OOSTERLOO, Sander/SCHOENMAKER, Dirk – *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press, 2009.

- HABERMEIER, Karl/ KIRILENKO, Andrei A. – “Securities Transaction Taxes and Financial Markets”, *IMF Staff Papers*, Special Issue, 50 (2003) 165-180.
- HAYASHIDA, Minoru/ONO, Hiroyuki – “Capital gains tax and individual trading: The case of Japan”, *Japan and the World Economy*, 22 (2010) 243–253.
- “Turnover tax, transaction cost and stock trading volume revisited: investigation of the Japanese case”, *Applied Financial Economics*, 21/24 (2011) 1809-1817.
- HINES, James R./SUMMERS, Lawrence H. – “How Globalization Affects Tax Design”, *NBER Working Paper Series*, 14664 (Janeiro de 2009) 39 p.
- HONOHAN, Patrick – “Avoiding the Pitfalls in Taxing Financial Intermediation”, *World Bank Policy Research Working Paper* 3056 (May 2003) 24 p.
- / YODER, Sean – “Financial Transactions Tax: Panacea, Threat, or Damp Squib?”, *The World Bank Development Research Group Finance and Private Sector Development Team, Policy Research Working Paper*, 5230 (Março, 2010) 35 p.
- HU, Shing-Yang – “The effects of the stock transaction tax on the stock market – Experiences from Asian markets”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 6 (1998) 347–364.
- HUIZINGA, Harry – “A European VAT on Financial Services?”, *Financial Services VAT: VAT in Europe?*, *Economic Policy*, 2002, 498-534.
- HUTCHINGS, Gérard – *Les opérations financières et bancaires et la taxe sur la valeur ajoutée* (Relatório Hutchings), Commission des Communautés Européennes, Bruxelles, 1973, (Collection Études, Serie Concurrency - Rapprochement des Législations 22), 49 p.
- JALLOH, Mohamed – “The Role of Financial Markets in Economic Growth”, *Waifem Regional Course on Operations and Regulation of Capital Market*, Accra, Ghana, 27-31 de Julho, 2009, 14 p.
- JONASDOTTIR, Marianna – *Financial Activities Tax in Iceland*, Ministry of Finance, 2012.
- JONES, Charles M./ SEGUIN, Paul J. – “Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation”, *The American Economic Review*, 87/4 (Setembro, 1997) 728-737.
- KEEN, Michael – “Rethinking the Taxation of the Financial Sector”, *CE-Sifo Economic Studies*, 57/1 (2011) 24 p.
- / KRELOVE, Russell/NORREGAARD, John – “The Financial Activities Tax”, in *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material*, 2010, 118-143.

- KERRIGAN, Arthur – “The elusiveness of neutrality – why is it so difficult to apply VAT to financial services?”, *MPRA*, 22748 (2010) 21 p.
- KEYNES, John Maynard - *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, Editora Nova Cultural Ltda., 1996; tradução para o português de Mário R. da Cruz a partir da obra *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres: Macmillan Press, 1973; também disponível online em <<http://www.afoicecomartelo.com.br/posfsa/Autores/Keynes,%20John/Keynes%20-%20Os%20economistas.pdf>>.
- KITROMILIDES, Yiannis/GONZÁLEZ, Ana Rosa – “The EU Financial Transactions Tax: Antecedents and Current Debate”, *Panoeconomicus*, 3/ Special Issue (2013) 311-321.
- KRISHNAMURTI, Chandrasekhar – “Introduction to Market Microstructure”, in S. R. VISHWANATH/C. KRISHNAMURTI, ed., *Investment Management: A Modern Guide to Security Analysis and Stock Selection*, Berlin / Heidelberg: Springer, 2009, 13-29 (cap. 2).
- KUPIEC, Paul H. – “Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transactions Tax”, *Journal of Financial Services Research*, 10 (1996) 115-129.
- LAEVEN, Luc/VALENCIA, Fabián – “How Costly Are The 2007-2009 Systemic Banking Crises?”, in *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material*, 2010, 78-83.
- LA FERIA, Rita de – “The EU VAT treatment of insurance and financial services (again) under review”, *EC Tax Review*, (2007) 74-89.
- / LOCKWOOD, Ben – “Opting for Opting In? An Evaluation of the European Commission's Proposals for Reforming VAT on Financial Services”, *Warwick Economic Research Papers*, 927 (2010) 1-39.
- LAROSIÈRE, Jacques/BALCEROWICZ, Leszek/ISSING, Otmar/MASERA, Rainer/McCARTHY, Callum/NYBERG, Lars/PÉREZ, José/RUDING, Onno – *The High-Level Group on Financial Supervision in The EU: Report* (Relatório de Larosière), Bruxelas, 25 de Fevereiro, 2009, 85 p.
- LEADING GROUP ON INNOVATIVE FINANCING FOR DEVELOPMENT – *Globalizar a Solidariedade em Defesa da Taxação dos Fluxos Financeiros*, Relatório do Comité Internacional de Peritos para a Força-Tarefa sobre Transacções Financeiras Internacionais para o Desenvolvimento, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2011a, 112 p.
- “How can we implement today a Multilateral and Multi-jurisdictional Tax on Financial Transactions?”, *International Expert Report*, (October, 2011b) 31 p.
- LENDVAIY, Julia/RACIBORSKIZ, Rafal/VOGEL, Lukas – “Securities Transaction Taxes: Macroeconomic Implications in a General-Equilibrium

- um Model”, IN COMISSÃO EUROPEIA, ECONOMIA EUROPEIA, *Economic Papers*, 450 (Março, 2012) 33 p.
- LI, Hongquan/TANG, Mengyun/SHANG, Wei/WANG, Shouyang – “Securities Transaction Tax and Stock Market Behavior in an Agent-based Financial Market Model”, *International Conference on Computational Science, Procedia Computer Science*, 18 (2013) 1764-1773.
- LIAU, Yung-Shi/WU, Yi-Chen/HSU, Hsinan – “Transaction tax and market volatility: Evidence from the Taiwan futures market”, *Journal of Applied Finance & Banking*, 2/2 (2012) 45-58.
- LIU, Shinhua/ZHU, Zhen – “Transaction Costs and Price Volatility: New Evidence from the Tokyo Stock Exchange”, *Journal of Financial Services Research*, 36 (2009) 65–83.
- LOCKWOOD, Ben – “Estimates from National Accounts Data of the Revenue Effect of Imposing VAT on Currently Exempt Sales of Financial Services Companies in the EU”, in *How the EU VAT exemptions impact the Banking Sector*, PWC, 2011, 84-110 (Apêndice 2).
- LUTTRELL, David/ATKINSON, Tyler/ROSENBLUM, Harvey – “Assessing the Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis and Its Aftermath”, *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of Dallas, September, 2013, 4 p.
- MADURA, Jeff – *Financial Markets and Institutions*, 10.^a ed., South Western, Cengage Learning, 2011.
- MARTÍNEZ, Pedro Soares – *Direito Fiscal*, 10.^a ed. reimpr., Almedina, 2003.
- MARTINS, Guilherme Waldemar D’Oliveira/ FRANCO, Raquel – *O Sector Financeiro e as Contribuições para o Sistema de Protecção ao Investidor*, in Sergio VASQUES, coord., *Taxas e Contribuições Sectoriais*, Almedina, 2013, 99-124.
- MASCIANDARO, Donato/PASSARELLI, Francesco – “Financial Systemic Risk: Taxation or regulation?”, *Journal of Banking & Finance* 37 (2013) 587-596.
- MATHESON, Thornton – “Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence”, *IMF Working Paper*, 11/54 (2011) 48 p.
- “Security transaction taxes: issues and evidence”, *Int Tax Public Finance*, (2012) 884–912.
- MAURO, Beatrice Weder di – *Taxing Systemic Risk: Proposal for a Systemic Risk Levy and a Systemic Risk Fund*, 2010, 10 p.
- MCCULLOCH, Neil/PACILLO, Grazia – “Is a Financial Transaction Tax a Good Idea? (A Review of the Evidence)”, *Policy Briefing*, Institute of Development Studies, 14/2 (Outubro, 2010) 4 p.

- MILLER, David – “Toward an Economic Model for the Taxation of Derivatives and other Financial Instruments”, *Harvard Business Law Review online*, 3 (2013) 108-119.
- MILLER, Merton H. – “Financial Markets and Economic Growth”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 24/1 (2012) 8-13, reimpr. da obra de 1998).
- MIRRELES, James / ADAM, S. / BESLEY, T. / BLUNDELL, R. / BOND, S. / CHOTE, R. / GAMMIE, M. / JOHNSON, P. / MYLES G. / POTERBA, J. – *Tax by Design: the Mirrlees Review*, Oxford University Press, Setembro, 2011, 148-166 (cap. 6); 167-194 (cap. 7); 195-215 (cap. 8).
- MISHKIN, Frederic S. – *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7.^a ed., The Addison-Wesley Series in Economics, 2004.
- MULLINEUX, Andrew W. – “Taxing Banks Fairly”, *International Review of Financial Analysis*, 25 (2012) 154-158.
- MÜLLER, Camillo von – “The German Bank Restructuring Act: An Economic Perspective”, *German Working Papers in Law and Economics*, 16 (2011) 13 p.
- NABAIS, José Casalta – *O dever fundamental de pagar impostos: contributo para a compreensão constitucional do estado fiscal contemporâneo*, Almedina, 1998.
- *Direito Fiscal*, 5.^a ed., Almedina, 2009.
- “Algumas considerações sobre a figura dos tributos”, in A. Avelãs NUNES; Luís Pedro CUNHA; M. Inês de Oliveira MARTINS, org., *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Aníbal de Almeida*, Coimbra Editora, 2012a, (Studia Iuridica 107; Ad Honorem 7), 733-759.
- NÆSS-SCHMIDT, SIGURD, Helge – “VAT on financial Services: Why, how and what revenues?”, *Workshop Copenhagen Economics*, (25 de Setembro de 2013) 5 p.
- NEAL, Larry – *The rise of financial capitalism: international capital markets in the age of reason*, Cambridge University Press, 1990.
- NEIRA, Miguel A. Alonso / RALLO JULIÁN, Juan Ramón / ROMERO ANIA, Alberto – “El efecto de los Impuestos a las Transacciones Financieras en la Estabilidad de los Mercados de Capital: Un debate sin resolver”, *El Trimestre Económico*, 80/317/1 (Janeiro-Março, 2013) 207-231.
- NICOLÒ, Gianni De – “The Potential Impact of FSC and FAT on Bank Asset Growth, Risk, and Real Activity”, in *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material*, FMI, (Setembro, 2010) 188-191.
- NUNES, António Avelãs – *Economia II (O Crédito)*, Coimbra: Serviços de Acção Social da U.C. - Serviços de textos, 2004.

- OCDE – *Indirect Tax Treatment of Financial Services and Instruments: Report of the OECD*, 22 October, 1998, 60 p.
- “Exchange Market Volatility and Securities Transaction Taxes”, *OECD Economic Outlook* 71 (2002) 185-197.
- ONU – *Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development* (The final text of agreements and commitments adopted at the International Conference on Financing for Development Monterrey, Mexico, 18-22 March 2002), ONU, 2003, 23 p.
- “United Nations Industrial Development Organization (UNIDO)”, in *Public goods for economic development*, Viena, 2008.
- UN Secretary-General’s High-level Advisory Group on Climate Change Financing – *Workstream 5 on a Financial Transactions Tax (FTT)*, 2010, 13 p.
- OXERA – *What would be the economic impact on the EU of the proposed Financial Transaction Tax? (Review of the European Commission’s latest commentary)*, Junho de 2012, 10 p.
- *What could be the economic impact of the proposed financial transaction tax? (A comprehensive assessment of the potential macroeconomic impact)*, Maio de 2014, 81 p.
- PALMA, Clotilde Celorico – *As propostas de Directiva e de Regulamento IVA sobre os serviços financeiros*, Fiscalidade, 2008, 40-44.
- “A Harmonização Comunitária do Imposto Sobre o Valor Acrescentado – Quo Vadis?”, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, 2005, 53-104.
- *Introdução ao Imposto Sobre o Valor Acrescentado*, 4.^a ed., Almedina, 2009, (Cadernos IDEF 1).
- *Enquadramento das Operações Financeiras em Imposto Sobre o Valor Acrescentado*, Cadernos IDEF, n.º 13, Almedina, 2011.
- PARLAMENTO EUROPEU – *Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 23 de maio de 2012, relativo a uma proposta de diretiva do Conselho sobre um sistema comum de imposto sobre as transações financeiras e que altera a Diretiva 2008/7/CE*, P7_TA(2012)0217, 2012, 18 p.
- *Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 12 de dezembro de 2012, sobre uma proposta de decisão do Conselho que autoriza a cooperação reforçada no domínio do imposto sobre as transações financeiras* (COM(2012)0631 – C7-0396/2012 – 2012/0298(APP)), P7_TA(2012)0498, 2012, 3 p.
- *Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 3 de julho de 2013, sobre uma proposta de diretiva do Conselho que aplica uma cooperação reforçada no domínio do imposto sobre as transações financeiras* (COM(2013)0071 – C7-0049/2013 – 2013/0045(CNS)), P7_TA(2013)0312, 2013, 26 p.
- *Relatório sobre o financiamento inovador a nível mundial e europeu (2010/2105(INI))*, A7-0036/2011 (14 de Fevereiro, 2011) 1-22.

- PATOMÄKI, Heikki – “The Tobin Tax and Global Civil Society Organisations: The Aftermath of the 2008-9 Financial Crisis”, *The International Studies Association of Ritsumeikan University: Ritsumeikan Annual Review of International Studies*, ISSN 1347-8214, 8 (2009) 18 p.
- PELLIZZARI, Paolo / WESTERHOFF, Frank – “Some Effects of Transaction Taxes under Different Microstructures”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 72 (2009) 850–863.
- PERRY, Victoria – *Financial Transactions Taxes*, International Tax Dialogue Global Conference, 27 de Outubro, 2009.
- *The Financial Activities Tax*, International Monetary Fund, Bruegel-IMF Workshop, Bruxelas, 18 de Setembro, 2012.
- PERSAUD, Avinash – “Taxing Transactions in Financial Derivatives: Problems and Solutions”, *Intelligence Capital*, (Setembro, 2014) 3-19.
- PHYLAKTIS, Kate / ARISTIDOU, Antonis – “Security transaction taxes and financial volatility: Athens stock exchange”, *Applied Financial Economics*, 17 (2007) 1455–1467.
- POMERANETS, Anna – “Financial Transaction Taxes: International Experiences, Issues and Feasibility”, *Bank Of Canada Review*, (2012) 3-13.
- / WEAVER, Daniel G. – “Security Transaction Taxes and Market Quality”, *Bank of Canada Working Paper*, 26 (2011) 47 p.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC) – *(Proposed) bank levies – Update*, Maio, 2013a, 7 p.
- *Financial transaction tax: The impacts and arguments (A literature review)*, Novembro, 2013b, 49 p.
- PROSKUROVSKA, Viktorija - *European Banking Sector: Facts and Figures*, European Banking Federation, 2012.
- QUAGLIA, Lucia – “Financial regulation and supervision in the European Union after the crisis”, *Journal of Economic Policy Reform*, 16/1 (2013) 17–30.
- QUELHAS, José Manuel – “Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos “Produtos Financeiros”)”, sep. do *Boletim de Ciências Económicas*, Coimbra, 1996.
- “Sobre a criação do Comité Europeu do Risco Sistémico”, in A. Avelãs NUNES; Luís Pedro CUNHA; M. Inês de Oliveira MARTINS, org., *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Aníbal de Almeida*, Coimbra Editora, 2012a, (Studia Iuridica 107; Ad Honorem 7), 877-899.
- “Dos objectivos da união bancária”, *Boletim de Ciências Económicas*, 55 (2012b) 235-298.
- *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistémica*, Almedina, 2012c.

- RAFFER, Kunibert – “The Tobin Tax: Reviving a Discussion”, *World Development*, Elsevier Science, 26/3 (1998) 529-538.
- RAZIN, Assaf / SLEMROD, Joel – *Taxation in the Global Economy*, University of Chicago Press, 1990, 1-8.
- REINHART, Vincent R. – “How the Machinery of International Finance Runs with Sand in its Wheels”, *Review of International Economics*, 8/1 (2000) 74–85.
- RIBEIRO, J. J. Teixeira – *Lições de Finanças Públicas*, 5.^a ed., Coimbra Editora, 1997.
- “A Justiça na Tributação”, *Boletim de Ciências Económicas*, 30 (1987) 157-69.
- “Noção jurídica de taxa”, *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, 117 (1985) 289-293.
- ROLL, Richard – “Price Volatility, International Market Links, and Their Implications for Regulatory Policies”, *Journal of Financial Services Research*, 3 (1989) 211-246.
- RÜHL, Tobias R. / STEIN, Michael – “The Impact of Financial transactions Tax: Evidence from Italy”, *Economics Bulletin*, 34/1 (2014) 25-33.
- SANCHES, José Luís Saldanha – *Os Limites do Planeamento Fiscal: Substância e Forma no Direito Fiscal Português, Comunitário e Internacional*, Coimbra Editora, 2006.
- *Manual de Direito Fiscal*, 3.^a ed., Coimbra Editora, 2007.
- *Justiça Fiscal*, Fundação Francisco Manuel dos Santos, Relógio D'Água Editores, 2010.
- SARAIVA, Rute – *Direito dos Mercados Financeiros: Apontamentos*, AAFDL, 2013.
- SCHÄFER, Dorothea – “Financial Transaction Tax Contributes to More Sustainability in Financial Markets”, *The Financial Transaction Tax – Boon or Bane? (Forum)*, Intereconomics, 47/2 (2012) 76-83.
- SCHENK, Alan – “Financial Services”, *VAT in Africa*, Pretoria University Law Press, 2008, 31-46.
- SCHMIDT, Rodney – *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*, The North-South Institute/L’Institute Nord-Sud, October 2007, 18 p.
- *Notes on the Feasibility and Impact of a general Financial Transactions Tax*, Civil society consultation with the IMF on 28 January 2010 (5 p.).
- SCHNEIDER, Stephanie – “Tobin in Europe: A Case for the Financial Transaction Tax”, *Claremont-UC Undergraduate Research Conference on the European Union*, 13 (2012) 151-163.

- SCHOLTUS, Martin / VAN DIJK, Dick / FRIJNS, Bart— “Speed, algorithmic trading, and market quality around macroeconomic news announcements”, *Journal of Banking & Finance*, 38 (2014) 89–105.
- SCHULMEISTER, Stephan – “A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal”, *WIFO Working Papers*, 344 (2009a) 17 p.
- “Profitability of technical stock trading: has it moved from daily to intraday data?”, *Review of Financial Economics*, 18 (2009b) 190-201.
- *Implementation of a General Financial Transactions Tax*, WIFO, Junho, 2011, 60 p.
- “A General Financial Transactions Tax: Strong Pros, Weak Cons”, *The Financial Transaction Tax - Boon or Bane? (Forum)*, Intereconomics, 47/2 (2012) 84-89.
- / SCHRATZENSTALLER, Margit / PICEK, Oliver – *A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), 2008, 71 p.
- SCHWERT, G. William / SEGUIN, Paul J. – *Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions*, *Financial Analysts Journal*, Setembro-Outubro (1993) 27-35.
- SHAVIRO, Daniel – “The Financial Transactions Tax versus (?) the Financial Activities Tax”, *New York University Law and Economics Working Papers*, 292 (2012) 1-34.
- SHILLER, Robert – “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?”, *The American Economic Review*, (1981) 421-436.
- “The Irrationality of Markets”, *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 3/2 (2002) 87–93.
- “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 17/1 (Inverno, 2003) 83-104.
- SHIN, Hyun Song – *Non-Core Liabilities Tax as a Tool for Prudential Regulation*, Policy Memo, 19 de Fevereiro, 2010 (9 p.).
- SHIRAKAWA, Masaaki – International Financial Stability as a Public Good, BIS Central Bankers’ Speeches (Keynote address by Mr Masaaki Shirakawa, Governor of the Bank of Japan, at a high-level seminar, co-hosted by the Bank of Japan and the International Monetary Fund, Tokyo, 14 October 2012).
- SHOME, Partho – *Financial Transactions Taxes*, International Tax Dialogue Global Conference, 27 de Outubro, 2009.

- SIELING, Carsten – *Financial Transaction Tax: Sensible, Feasible, Overdue*, Friedrich Ebert Stiftung, 2012 (4 p.).
- SILVA, João Calvão da – *Banca, Bolsa e Seguros: Direito Europeu e Português*, Tomo I – Parte Geral, 4.^a ed., Almedina, 2013.
- SILVA, Suzana Tavares da – *As Taxas e a Coerência do Sistema Tributário*, 2.^a ed., CEJUR, Coimbra Editora, 2013.
- SOARES, Cláudia Dias – “O enquadramento constitucional dos tributos ambientais: sua natureza e regime”, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, (2014) 60-82.
- SORNETTE, Didier / VON DER BECKE, Susanne– “Crashes and High Frequency Trading: An evaluation of risks posed by high-speed algorithmic trading”, *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, 11 – 63 (Agosto de 2011) 21 p.
- SPAHN, Paul Bernd – *The Tobin Tax and Exchange Rate Stability*, Finance & Development, (Junho de 1996) 24-27.
- SPRATT, Stephen – “The Tobin Tax in the 21st century: Financing Development & Promoting International Financial Stability”, *Tax, Poverty and Finance for Development Conference*, Essex University, 6 e 7 de Julho, 2006, 34 p.
- SONG, Frank M./ZHANG, Junxi – “Securities Transaction Tax and Market Volatility”, *The Economic Journal*, 115 (2005) 1103–1120.
- SØRENSEN, Peter Birch – *The Danish experience with a Financial Activities Tax*, Presentation to the Brussels Tax Forum, 28-29 March, 2011, 17 p.
- STIGLITZ, Joseph E. – “Using Tax Policy To Curb Speculative Short-Term Trading”, *Journal of Financial Services Research*, 3 (1989) 101-115.
- “Global Public Goods and Global Finance: does Global Governance ensure that the Global Public Interest is served?”, in Jean-Philippe TOUFFUT, ed., *Advancing Public Goods*, Paris, 2006, 149-164.
- SU, Alex Yongyang – *The impact of the securities transaction tax on the Chinese stock market*, Setembro, 2009, 24 p.; sem publicação.
- SULLIVAN & CROMWELL LLP – *Bank Levies in the UK, France and Germany: A Comparison of the New Levies on Banks*, May, 2011, 10 p.
- SUMMERS, Lawrence – “Does the Stock Market rationally reflect fundamental values?”, *The Journal of Finance*, 41/3 (1986) 591-601.
- / SUMMERS, Victoria P. – “When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax”, *Journal of Financial Services Research*, 3 (1989) 261-286.
- /SHLEIFER, Andrei – “The Noise Trader Approach to Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 4/2 (1990) 19–33.

- TANZI, Vito – “Globalization, Technological developments and the work of Fiscal Termites”, *IMF Working Paper* 00/181 (Novembro de 2000) 3-19.
- TECHNICAL GROUP ON INNOVATIVE FINANCING MECHANISMS – *Report of the Technical Group on Innovative Financing Mechanisms*, Setembro, 2004, 69 p.
- TEIXEIRA, Manuela Duro – “A Tributação da Banca em Tempos de Crise”, *Revista de Finanças Públicas e Direito Fiscal*, 4/1 (Primavera, 2011) 114-41.
- TOBIN, James – “A Proposal for Monetary International Reform”, *Eastern Economic Journal*, (1978) 153-159.
- “On the Efficiency of the Financial System”, *Lloyds Bank Review*, (1984) 1-15.
- “A Tax on International Currency Transactions”, in *Human Development Report*, Oxford University Press, 1994.
- “A Currency Transactions Tax, Why and How”, *Open Economies Review*, 7 (1996) 493-499.
- “Prologue”, in *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, 1996, IX-XVIII.
- “Financial Globalization”, *World Development*, 28/6, 2000 (1101-1104).
- TRADE UNION ADVISORY COMMITTEE TO THE ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (TUAC) – *The Parameters of a Financial Transaction Tax and the OECD Global Public Good Resource Gap, 2010-2020*, TUAC Secretariat Paris, 15 February, 2010, 21 p.
- UEDA, Kenichi / DI MAURO, Beatrice Weder– “The Value of the Too-Big-to-Fail Subsidy to Financial Institutions”, in *Financial Sector Taxation: The IMF’s Report to the G-20 and Background Material*, 2010, 106-116.
- *Quantifying Structural Subsidy Values for Systemically Important Financial Institutions*, IMF Working Paper 12/128, 2012, 27 p.
- VASQUES, Sérgio – *O Princípio da Equivalência como critério de Igualdade Tributária*, Almedina, 2008.
- *Manual de Direito Fiscal*, Almedina, 2011.
- VELLA, John – “The Financial Transaction Tax Debate: Some Questionable Claims”, in *The Financial Transaction Tax – Boon or Bane? (Forum)*, *Intereconomics*, 47/2 (2012) 90-95.
- / FUEST, Clemens / SCHMIDT-EISENLOHR, Tim – “The EU Commission’s Proposal for a Financial Transaction Tax”, *British Tax Review*, 6 (2011) 607-21.
- / ENGLISH, Joachim / YEVGENYEVA, Anzhela– “The Financial Trans-

action Tax Proposal Under the Enhanced Cooperation Procedure: Legal and Practical Considerations”, *British Tax Review*, 2 (2013) 223-59.

WORSTALL, Tim – ‘The case against a financial transactions tax, Institute of Economic Affairs, IEA Current Controversies Paper 33 (2011) 12 p.

XAVIER, Alberto – *Manual de Direito Fiscal*, Vol. I, Manuais da Faculdade de Direito de Lisboa (reimpr. da ed. de 1974), Almedina, 1981.

— *Direito Tributário Internacional*, 2.^a ed. actual. com a colaboração de C. C. Palma e L. Xavier, Almedina, 2009.

ZALDÍVAR, Ricardo García – *¿Habrá que esperar una nueva crisis para implantar la Tasa Tobin?*, Cuenta con IGAE, ISSN-e 1578-0317, 25 (2010) 42-44.

ZHANG, Li – *The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an emerging market*, Department of Economics, East Carolina University M.S. Research Paper, 2001, 32 p.

WORLD BANK – Dados sobre o PIB mundial em 2013 (disponíveis *online* em <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries>>).

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES – Market highlights 2013 (11 p.) e 2014 (8 p.), disponíveis *online* em <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/2013_WFE_Market_Highlights.pdf> e <http://www.world-exchanges.org/files/2014_wfe_market_highlights.pdf>.

Artigos de Jornal, Blogues e Comunicados de Imprensa

COMISSÃO EUROPEIA – *Commission proposes green light for enhanced cooperation on financial transactions tax* (comunicado de imprensa), Bruxelas, 23 de Outubro de 2012;

— *Financial Transaction Tax through Enhanced Cooperation: Questions and Answers* (Memo), Bruxelas, 14 de Fevereiro de 2013;

KRUGMAN, Paul – *Taxing the Speculators*, The New York Times, disponível em <www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html>, de 27 de Novembro de 2009;

— *This Age of Bubbles*, The New York Times, disponível em <www.nytimes.com/2013/08/23/opinion/krugman-this-age-of-bubbles.html>, de 22 de Agosto de 2013;

- RODRIK, Dani – *The Tobin Tax Lives Again*, Project Syndicate, disponível em <<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-tobin-tax-lives-again>>, 11 de Setembro de 2009;
- STEWART, Heather – *Robin Hood tax: 1,000 economists urge G20 to accept Tobin tax*, The Guardian, disponível em <<http://www.theguardian.com/business/2011/apr/13/robin-hood-tax-economists-letter>>, de 13 de Abril de 2011;
- STIGLITZ, Joseph E. – *The Lessons of the North Atlantic Crisis for Economic Theory and Policy*, iMFdirect – The IMF Blog, disponível em <blog-imfdirect.imf.org/2013/05/03/the-lessons-of-the-north-atlantic-crisis-for-economic-theory-and-policy>, Maio, 2013.

Enciclopédias, Documentários e Dicionários Económicos e Financeiros On-line

- Economics-a-to-z (The Economist)* – Dicionário económico, disponível *on-line* em <<http://www.economist.com/economics-a-to-z>>.
- Investopedia* – Dicionário económico e financeiro, disponível *on-line* em <<http://www.investopedia.com/dictionary>>.
- The Free Dictionary (Farlex)* – Enciclopédia e Dicionários financeiro e jurídico, disponíveis *on-line* em <<http://www.thefreedictionary.com>>.
- Inside Job* – disponível em <<http://cosmos-documentaries.blogspot.pt/2013/10/inside-job-hd-documentary-film-online.html>> (duração – 1h45m42s).
- The Financial Crisis & Public Debts Explained in Detail* – disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=KSxDxx_zt2Q&index=7&list=WL> (duração – 52m06s).
- Overdose: The Next Financial Crisis* – disponível em <<https://www.youtube.com/watch?v=4ECi6WJpbzE&list=WL&index=4>> (duração – 46m21s).

Legislação Nacional, Comunitária e Estrangeira

Legislação Nacional

- Código do Imposto do Selo* – aprovado pelo Decreto-lei n.º 287/2003, de 12 de novembro, e alterado por último pela Lei n.º 83-C/2013, de 31 de Dezembro.
- Código do IVA* – aprovado pelo Decreto-Lei 394-B/84, de 26 de Dezembro, republicado pelo Decreto-Lei n.º 102/2008, de 20 de Junho, e alterado por último pela Lei n.º 51/2013, de 24 de julho.

Código dos Valores Mobiliários – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, tendo sido alterado por último pelo Decreto-Lei n.º 88/2014, de 6 de Junho.

Constituição da República Portuguesa – revista e republicada pela Lei Constitucional n.º 1/2005 de 12 de Agosto.

Decreto-Lei n.º 2/2009, de 5 de Janeiro – que “transpõe para a ordem jurídica nacional a Directiva n.º 2005/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Novembro de 2005, relativa ao resseguro”, alterando e republicando em Anexo o Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de Abril (relativo às condições de acesso e de exercício da actividade seguradora e resseguradora).

Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de Novembro – que cria o Conselho Nacional de Supervisão de Auditoria e aprova os respectivos Estatutos.

Decreto-Lei n.º 143/2013, de 18 de Outubro – altera pela segunda vez o Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro, que cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros.

Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro e alterado e republicado pelo Decreto-Lei n.º 169/2008, de 26 de Agosto.

Estatuto do Instituto de Seguros de Portugal – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 289/2001, de 13 de Novembro.

Lei do Orçamento do Estado (LOE) – Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro, que aprova o Orçamento do Estado para 2011.

— n.º 66-B/2012, de 31 de Dezembro, que aprova o Orçamento do Estado para 2013.

— Lei n.º 83-C/2013, de 31 de Dezembro, que aprova o Orçamento do Estado para 2014.

Lei Geral Tributária – aprovada pelo Decreto-Lei n.º 398/98, de 17 de Dezembro de 1998, alterada por último pela Lei n.º 66-B/2012, de 31 de Dezembro.

Lei Orgânica do Banco de Portugal – aprovada pela Lei n.º 5/98, de 31 de Janeiro e alterada por último pelo Decreto-Lei n.º 142/2013, de 18 de outubro.

Portaria n.º 121/2011, de 30 de Março – que visa a “regulamentação da contribuição sobre o sector bancário estabelecida pelo artigo 141.º da Lei n.º 55-A/2010, de 31 de Dezembro, bem como das suas condições de aplicação”.

Regime do IVA nas Transacções Intracomunitárias – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 290/92, de 28 de Dezembro, republicado pelo Decreto-Lei n.º 102/2008, de 20 de Junho, e alterado por último pelo Decreto-Lei n.º 197/2012, de 24 de Agosto.

Regime Financeiro das Autarquias Locais e das Entidades Intermunicipais – aprovado pela Lei n.º 73/2013, de 3 de Setembro (*que revoga a Lei das Finanças Locais*).

Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro e alterado por último pelo Decreto-lei n.º 63-A/2013, de 10 de Maio.

Regime Geral das Taxas das Autarquias Locais – aprovado pela Lei n.º 53-E/2006, de 29 de Dezembro (alterada pela Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro e pela Lei n.º 117/2009, de 29 de Dezembro).

Legislação Comunitária

Directiva 69/335/CEE do Conselho, de 17 de julho de 1969 (Jornal Oficial das Comunidades Europeias n.º L 249, de 3/10/69) – relativa aos impostos indirectos que incidem sobre as reuniões de capitais.

Directiva 77/388/CEE do Conselho (Sexta Directiva), de 17 de Maio de 1977 (JO, L 145, de 13.6.1977) – relativa à harmonização das legislações dos Estados-membros respeitantes aos impostos sobre o volume de negócios — sistema comum do imposto sobre o valor acrescentado: matéria colectável uniforme.

Directiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Dezembro de 2002 (JOUE, L 35, de 11/2/2003) – relativa à supervisão complementar de instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro.

Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho (DMIF), de 21 de Abril de 2004 (JOUE, L 145, de 30/4/2004) – relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

Directiva 2006/112/CE do Conselho (Directiva IVA), de 28 de Novembro de 2006 (JOUE, L 347, de 11/12/2006) – relativa ao sistema comum do imposto sobre o valor acrescentado.

Directiva 2008/7/CE do Conselho, de 12 de Fevereiro de 2008 (JOUE, L 46, de 21.2.2008) – relativa aos impostos indirectos que incidem sobre as reuniões de capitais.

Directiva 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (JOUE, L 331, de 15/12/2010) – que altera as Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE no que diz respeito às competências da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma) e da Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados).

Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (JOUE, L 331, de 15/12/2010) – relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico.

Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (JOUE, L 331, de 15/12/2010) – que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão.

Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (JOUE, L 331, de 15/12/2010) – que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/79/CE da Comissão.

Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (JOUE, L 331, de 15/12/2010) – que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão.

Regulamento (UE) n.º 1096/2010 do Conselho, de 17 de Novembro de 2010 (JOUE, L 331, de 15/12/2010) – que confere ao Banco Central Europeu atribuições específicas no que se refere ao funcionamento do Comité Europeu do Risco Sistémico.

Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012 (JOUE, L 201, de 27/7/2012) – relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções.

Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014 (JOUE, L 173, de 12/6/2014) relativo aos mercados de instrumentos financeiros e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

Tratado da União Europeia (versão consolidada), JOUE, C 326, de 26/10/2012.

Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (versão consolidada), JOUE, C 326, de 26/10/2012.

Legislação Estrangeira

Código Tributário Nacional (brasileiro) – aprovado pela Lei nº 5.172, de 25 de Outubro de 1966, disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5172Compilado.htm>.

Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 – disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>.

Constituição da República Italiana de 1947 – disponível em <<http://www.governo.it/Governo/Costituzione/CostituzioneRepubblicaItaliana.pdf>>.

Constituição Espanhola – disponível em <http://www.lamoncloa.gob.es/documents/constitucion_es1.pdf>.

Decreto de 21 de Fevereiro de 2013 (relativo ao ITF italiano) – disponível em <www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Home/CosaDeviFare/Versare/Imposta+sulle+transazioni+finanziarie/Normativa+e+prassi+Imposta+transazioni+finanziarie/FTT+Decree/DecretoFTT_11_3_2013_EN.pdf>.

Decreto n.º 6.306, de 14 de Dezembro de 2007 – que densifica o regime do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários brasileiro, disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306compilado.htm.

Legge di Stabilità 2013 (Lei n.º 228, de 24 de Dezembro de 2012) – disponível em <www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/29/012G0252/sg>.

Ley General Tributaria (espanhola) – Lei n.º 58/2003, de 17 de Dezembro, disponível em <<http://www.boe.es/buscar/pdf/2003/BOE-A-2003-23186-consolidado.pdf>>.

Jurisprudência Nacional e Comunitária

Jurisprudência Nacional

Acórdão do STA de 26 de Junho de 2002 (JSTA00057844, Processo n.º 01927/03, 3.ª Subsecção, Relatora: Juíza Angelina Domingues, disponível em <<http://www.dgsi.pt/jsta.nsf/35fbbbf22e1bb1e680256f8e003ea931/92a193eb0fd8020280256e3f0041fae9?Ope>>.

nDocument&ExpandSection=1#_Section1>) – que qualifica a “taxa” de urbanização como taxa.

Acórdão do STA de 6 de Outubro de 2004 (JSTA00061602, Processo n.º 0460/03, 2.ª Secção, Relator: Juiz Lúcio Barbosa, disponível em <<http://www.dgsi.pt/t&Highlight=0,TAXA,MERCADO,DE,VALORES,MOBIL%3%81RIOS,IMPOSTO,DIREITO,COMUNIT%3%81RIO,BOLSA,DE,VALORES,OPERA%3%87%3%95ES,FORA,DA,BOLSA,PRINC%3%8DPIO,DA,PROPORCIONALIDADE>>) – que qualifica os tributos cobrados pela transmissão de acções fora de bolsa como taxas.

Acórdão do STA de 11 de Fevereiro de 2004 (JSTA00060751, Processo n.º 025809, 2.ª Secção, Relator: Juiz Lúcio Barbosa, disponível em <http://www.dgsi.pt/a.31/417385f6923ea68b80256bf100442b65?OpenDocument&ExpandSection=1#_Section1>) – que qualifica as contribuições para a segurança social devidas pelos trabalhadores como tributos unilaterais.

Acórdão do STA de 13 de Abril de 2011 (JSTA00066926, Processo n.º 0999/10, 2.ª Secção do CA, Relator: Juiz Casimiro Gonçalves, disponível em, <<http://www.dgsi.pt/jsta.nsf/35fbbbf22e1bb1e680256f8e003ea931/e?OpenDocument&Highlight=0,ENTIDADE,REGULADORA,DA,COMUNICA%3%87%3%83O,SOCIAL,TAXA,DE,REGULA%3%87%3%83O,ES%3%83O,INCONSTITUCIONALIDADE,MATERIAL>> – que qualifica as “taxas” da ERC como contribuições.

Acórdão do TC n.º 497/89 (Processo n.º 181/85, 2.ª Secção, Relator: Conselheiro Cardoso da Costa, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19890497.html>>) – que considera as quotas para a Ordem dos Advogados semelhantes a tributos especiais ou contribuições, não se lhes aplicando o princípio da legalidade fiscal.

Acórdão do TC n.º 313/92 (Processo n.º 435/91, 2.ª Secção, Relator: Conselheiro Bravo Serra, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19920313.html>>) – que considera a quantia devida pela remoção da imposição de construir estacionamento com determinada área, exigida pelo art. 12.º do “Regulamento do Plano Geral de Urbanização da Cidade de Lisboa”, é juridicamente um imposto.

- Acórdão do TC n.º 183/96* (Processo n.º 438/92, Plenário, Relator: Conselheiro Monteiro Diniz, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19960183.html>>) – que qualifica as contribuições para a segurança social devidas pelas entidades patronais como impostos para efeitos jurídico-constitucionais.
- Acórdão do TC n.º 1139/96* (Processo n.º 573/96, 2ª Secção, Relator Bravo Serra, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19961139.html>>) – que considera que a “tarifa” de recolha, depósito e tratamento de lixo é uma taxa, subscrevendo uma visão dicotómica.
- Acórdão do TC n.º 1239/96* (Processo n.º 410/89, Plenário, Relatora: Conselheira Assunção Esteves, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19961239.html>>) – que considerou as taxas sobre os importadores ou produtores de medicamentos e cosméticos como equiparáveis aos impostos.
- Acórdão do TC n.º 354/98* (Processo n.º 32/97, 2ª Secção, Relator: Conselheiro Messias Bento, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/19980354.html>>) – que qualifica a “taxa de radiodifusão” como imposto, supondo uma visão dicotómica.
- Acórdão do TC n.º 204/03* (Processo n.º 632/02, 3ª Secção, Relator: Conselheiro Tavares da Costa, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20030204.html>>) – considera taxa o montante exigível pelo artigo 67º, nº 1, da Tabela de Taxas e Licenças do Município de Sintra para o ano de 2001, aplicável a instalações situadas na via pública, parecendo supor ainda uma visão dicotómica.
- Acórdão do TC n.º 109/2004* (Processo n.º 409/2003, 2ª Secção, Relatora: Conselheira Maria Fernanda Palma, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20040109.html>>) – que nega a natureza de taxa aos montantes devidos pela afixação de mensagens publicitárias em imóvel pertencente a um particular, julgando inconstitucionais as normas que as exigem.
- Acórdão do TC n.º 365/2008* (Processo n.º 22/2008, 2ª Secção, Relator: Conselheiro João Cura Mariano, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20080365.html>>) – que qualifica a “taxa” de regulação e supervisão da ERC como contribuição ou tributo para-fiscal, e que estes se bastam com a reserva de lei parlamentar para o seu regime geral.

Acórdão do TC n.º 361/2009 (Processo n.º 98/09, 1.ª Secção, Relator: Conselheiro Carlos Pamplona de Oliveira, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20090361.html>>) – que não se pronunciando sobre a natureza jurídica concreta das taxas da ERC, parece aderir a uma visão tripartida dos tributos.

Acórdão do TC n.º 135/2012 (Processo n.º 772/11, 2.ª Secção, Relator: Conselheiro João Cura Mariano, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20120135.html>>) – que qualifica a “taxa” sobre a comercialização de produtos de saúde como contribuição ou tributo para-fiscal.

Acórdão do TC n.º 152/2013 (Processo n.º 460/12, 1.ª Secção, Relator: Conselheiro José da Cunha Barbosa, disponível em <<http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20130152.html>>) – que considera a taxa pela utilização do espectro radioelétrico como contribuição financeira.

Jurisprudência comunitária

Acórdão do Tribunal de Justiça de 27 de Setembro de 1988 (Daily Mail) – relativo à decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 52.º e 58.º do TCEE e das normas da Directiva 73/148 do Conselho, que versa sobre a supressão das restrições à liberdade de circulação dos cidadãos nacionais de EM relativamente ao seu estabelecimento e à prestação de serviços (Processo 81/87).

Acórdão do Tribunal de Justiça de 20 de Abril de 1993 (Ponente Carni e Cispadana Costruzioni) – relativo à decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 10.º e 12.º da Directiva 69/335/CEE do Conselho, de 17 de Julho de 1969, que versa sobre os impostos indirectos sobre reuniões de capitais (Processos C-71/91 e C-178/91).

Acórdão do Tribunal de Justiça de 2 de Agosto de 1993 (Celbi) – relativo à decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 9.º, 12.º e s., 30.º, 92.º e 95.º do Tratado da CEE (Processo C-266/91).

Acórdão do Tribunal de Justiça de 9 de Março de 1995 (Nunes Taden) – relativo à decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 9.º, 12.º e 95.º do Tratado da CEE (Processo C-345/93).

Acórdão do Tribunal de Justiça de 29 de Setembro de 1999 (Modelo SGPS) – relativo à decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 4.º n.º 3, 10.º e 12.º n.º 1 e) da Directiva 69/335/CEE do Conselho de 17 de Julho de 1969, que versa sobre os impostos indirectos sobre a reunião de capitais (Processo C-56/98).

Acórdão do Tribunal de Justiça de 14 de Outubro de 1999 (Sandoz) – relativo a uma decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 73.º-B e 73.º-D do Tratado CE e ainda dos artigos 1.º e 4.º da Directiva 88/361/CEE do Conselho, de 24 de Junho de 1988 (Processo C-439/97), disponível em <<http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?lang=pt&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=173477>>.

Acórdão do Tribunal de Justiça, Grande Secção, de 5 de Outubro de 2004 (CaixaBank) - relativo a uma decisão a título prejudicial sobre a interpretação do art. 43.º do Tratado da CE (Processo C-442/02), disponível em <<http://curia.europa.eu/juris/showPdf.lang=pt&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=173846>>.

Acórdão do Tribunal de Justiça, Primeira Secção, de 1 de Outubro de 2009 (Servatius) - relativo a uma decisão a título prejudicial sobre a interpretação dos art. 56.º, 58.º, 86.º, n.º 2, 87.º e 88.º, todos do Tratado da CE (Processo C-567/07), disponível em <<http://curia.europa.eu/juris/document/document.ang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=103995>>.

Acórdão do Tribunal de Justiça, Segunda Secção, de 30 de Abril de 2014 – relativo ao recurso interposto pelo Reino Unido com vista a anular a Decisão 2013/52/UE do Conselho, que autoriza uma cooperação reforçada no domínio do ITF (Processo C-209/13), disponível em <http://curia.europa.eu/juris/document/document_print.jsf?&mode=req&docid=151529&occ=first&dir=&cid=66001>.

Recurso interposto em 18 de Abril de 2013 — Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte/Conselho da União Europeia, Processo C-209/13, JOUE C 171/22-23, de 15 de Junho de 2013.