

ISCTE  **IUL**
Instituto Universitário de Lisboa

Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

Esquemas de financiamento societário:
A emissão de valores mobiliários híbridos

André João Rodrigues Garcês

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Direito das Empresas

Orientador:

Doutor António Pereira de Almeida, Professor Auxiliar Convidado
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Setembro, 2012

Resumo

Os mercados financeiros internacionais e a economia portuguesa em particular, têm revelado uma inércia particularmente preocupante no que se refere à implementação de soluções alternativas aos canais tradicionais de financiamento. As primeiras tentativas para contornar o problema foram ensaiadas pela banca internacional, que procurou captar recursos através da emissão de instrumentos financeiros híbridos que permitissem, a um tempo, cumprir determinados rácios de capital (por apresentarem características próprias das participações sociais) e angariar recursos suficientes junto de investidores com o mínimo de consequências negativas colaterais para os anteriores investidores e para as próprias instituições. Estes valores mobiliários híbridos correspondem, assim, a uma categoria nova de instrumentos financeiros que apresentam diversas vantagens operacionais, contabilísticas e fiscais, pelo que poderão (e deverão) servir de mecanismos alternativos de financiamento para sociedades não financeiras ou PME's ou microempresas, mesmo que organizadas sob a forma jurídica de sociedades por quotas.

Palavras-chave: Instrumentos financeiros híbridos, capital contingente, financiamento, sociedades comerciais

Abstract

International financial markets and the Portuguese economy in particular, have revealed a particularly disturbing inertia with regard to the implementation of alternatives to traditional financing channels. The first attempts to solve the problem were designed by international banks, which sought to raise funds through the issuance of hybrid instruments that allowed, at the same time, the institution to meet certain capital ratios (due to the equity-like features of such instruments) and raise sufficient resources from investors with minimal negative side effects to the previous investors and the institutions themselves. These hybrid securities correspond thus to a new category of financial instruments that offer several advantages and should, in consequence, serve as alternative funding mechanisms for non-financial corporations or SMEs and microenterprises.

Keywords: hybrid securities, contingent capital, financing, commercial companies

Índice

Lista abreviaturas	V
Nota introdutória	1
I – Colocação do problema.....	4
1. Breve enquadramento histórico.....	4
2. Os instrumentos financeiros híbridos	7
2.1. Considerações gerais	7
2.2. Conceito	9
2.3. Instrumentos tipo.....	10
2.4. Riscos associados	13
2.5. O mercado de instrumentos financeiros híbridos.....	15
II. Títulos de dívida: do papel comercial às obrigações convertíveis	18
1. Dívida de curto prazo: o papel comercial.....	20
2. Títulos de dívida de médio prazo: a titularização.....	22
3. Dívida de longo prazo: as obrigações convertíveis	25
3.1. Antecedentes.....	27
3.2. Regime actual	28
3.3. O Regulamento nº 15/2002 da CMVM.....	30
3.4. As obrigações contingentes convertíveis.....	35
3.4.1. Conceito	37
3.4.2. Delimitação face a outros instrumentos de capital contingente	38
3.4.3. Riscos de estruturação e funcionamento	39
3.4.4. Regime fiscal.....	42
III – O processo de recapitalização da banca: o caso do Banco BPI	51
1. Contexto e descrição geral	51
2. Regulamentação específica	53

3. A emissão de <i>CoCo's</i> no âmbito da recapitalização do BPI.....	55
IV – A utilização de instrumentos híbridos por sociedades não financeiras	58
V – Conclusão	61
Bibliografia.....	62
Anexos.....	66

Lista abreviaturas

BCE	Banco Central Europeu
CC	Código Civil
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
CIRS	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COCO'S	Obrigações contingentes convertíveis
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
PME'S	Pequenas e Médias Empresas
TANB	Taxa anual nominal bruta
VMCEC	Valores mobiliários condicionados por eventos de crédito
VMCOE	Valores mobiliários convertíveis por opção do emitente

Nota introdutória

A história mundial recente tem sido marcada por um crescente agravamento das condições de vida das populações em praticamente todas as regiões do planeta, desde as áreas mais prósperas às que, tradicionalmente, sempre revelaram maiores dificuldades financeiras e disparidades sociais.

O mundo mudou muito depois do que ficou conhecido pelo “Colapso do Lehman Brothers”¹ e da crise financeira que se lhe seguiu, mas ninguém poderá ignorar que a maior parte dessas mudanças foram apenas o reflexo de comportamentos e políticas manifestamente insustentáveis, todas – ou quase todas – perfeitamente identificadas em devido tempo. O excessivo endividamento de algumas economias nacionais por referência ao PIB, os déficits estruturais, a aplicação de fundos comunitários (no que à U.E. diz respeito) em investimento não produtivo, a fragilidade do sistema de auto-regulação dos bancos e instituições financeiras são apenas alguns dos exemplos que podemos apontar para descrever e enquadrar o actual estado geral da economia mundial.

No que à União Europeia diz respeito, ficou claro que o sistema de centralização da política monetária no Banco Central Europeu (BCE), sem a correspondente “unificação” de poderes e atribuições em matéria orçamental e fiscal, exige uma reavaliação urgente e, possivelmente, uma remodelação profunda. De facto, apesar das obrigações assumidas no Tratado de Maastrich no que respeita aos critérios “financeiros” (*latissimo sensu*) da integração comunitária (a saber, o duplo limite de 3% de déficit orçamental e 60% de dívida pública por referência ao PIB), vários foram os países que ultrapassaram sistematicamente esses limites (casos da Grécia, Itália, Irlanda e Portugal com, respectivamente, 165.3%, 120.1%, 108.2% e

¹ A instituição financeira *Lehman Brothers* era uma das maiores fornecedoras de crédito de alto risco (*Subprime*) nos E.U.A., com um activo declarado de 700 MM\$ (700 Biliões de Dólares americanos), para capitais próprios de apenas 25 MM\$ (25 Biliões de Dólares). De acordo com o relatório elaborado pelo perito nomeado no processo de falência, Anton R. Valukas, presidente da sociedade de advogados Jenner & Block, o colapso deste gigante financeiro foi mais uma consequência da deterioração do ambiente económico e financeiro, do que propriamente uma causa. Contudo, o facto é que, a par da concessão de crédito de alto risco (*Subprime*) a clientes que não preenchiam os requisitos gerais para a obtenção de crédito nos canais de financiamento tradicionais, o banco optou por uma estratégia que se revelou desastrosa, assente, principalmente, numa alavancagem financeira excessiva e na venda de colaterais e derivados em mercado secundário (*Mortgage Backed Securities*, *Collateralized Debt Obligations*, etc.) que acabavam por replicar (e, em alguns casos, potenciar) os riscos associados a estes financiamentos (Valukas, 2010: 2 e ssg.).

107.8% de dívida pública em 2011)². A consequência mais imediata veio sob a forma de um aumento vertiginoso dos juros implícitos da dívida pública destes países no mercado secundário, levando alguns deles a recorrerem a programas de ajuda internacional para reposição do equilíbrio orçamental, de forma a garantir a sustentabilidade do financiamento das suas economias.

No entanto, a par desta dura realidade com que se depararam os governos dos países intervencionados, outra vasta panóplia de consequências nefastas começou a fazer-se sentir, estas sim, cada vez mais ligadas ao dia-a-dia do cidadão comum. A redução de salários, o aumento de impostos e taxas, a redução do financiamento³, o consequente aumento do desemprego, vieram reforçar o alerta sobre a gravidade da situação, agora (também) com implicações imediatas na vida das pessoas e empresas.

É neste contexto que cabe apreciar e discutir, no âmbito da presente investigação, a problemática geral do financiamento das empresas na prossecução e desenvolvimento das suas actividades operacionais. Isto porque, sendo certo que os níveis de dívida pública aconselhavam algum tipo de medida estrutural de reequilíbrio e saneamento financeiro, a contracção da actividade empresarial de qualquer país, resultante, nomeadamente, da redução ou eliminação das linhas de crédito disponíveis, traduzir-se-á – com grande grau de probabilidade – num escalar da crise da dívida por efeito da diminuição da actividade produtiva e da riqueza gerada.

Cabe ainda realçar que esta necessidade de recursos será tanto mais premente quanto menos robusta for a estrutura empresarial do país. Com efeito, a questão não se coloca tanto do lado das grandes sociedades cotadas em bolsa, que normalmente conseguem manter algumas linhas de crédito abertas independentemente das condições de mercado, quer seja através do recurso a grandes instituições bancárias internacionais, quer através de emissão de acções ou dívida de médio ou longo prazo com rendibilidades convidativas. A dificuldade está, sobretudo, do lado das pequenas e médias empresas, incapazes de negociar grandes linhas de financiamento ou de recorrer ao mercado de capitais de forma eficaz e sustentável.

Recentemente têm sido ensaiadas algumas tentativas pioneiras na área da captação de financiamento, através dos chamados instrumentos financeiros híbridos, do que tem sido

² Dados do Eurostat disponíveis em: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=0&language=en&pcode=teina225>

³ Um esforço que os especialistas apelidam de “desvalorização interna”, destinado, precisamente, a contornar a perda de capacidade de imprimir divisa com a consequente desvalorização monetária, com o objectivo de aumentar a competitividade e equilibrar a balança de pagamentos.

apanágio principal a emissão das obrigações contingentes convertíveis ou CoCo's por parte das algumas instituições de crédito. O desafio que se coloca agora passa, sobretudo, por: 1) tentar avaliar a eficácia e receptividade destes novos instrumentos; 2) analisar o impacto da adopção deste tipo de instrumentos por entidades de menor dimensão ou em condições que possam ser consideradas atípicas; 3) avaliar as consequências económicas, financeiras, jurídicas e fiscais destas medidas de financiamento; e 4) procurar alternativas viáveis para qualquer empresa que se veja privada de aceder aos mecanismos tradicionais de captação de recursos.

Procuraremos, assim, avaliar o mérito e eficácia do que se poderá designar por valores mobiliários híbridos, discutindo e apresentando, dentro do quadro legal vigente, outras soluções que permitam às empresas obter os recursos de que necessitam para a prossecução das suas actividades operacionais.

I – Colocação do problema

1. Breve enquadramento histórico

À semelhança do que acontece com as famílias e com os indivíduos em geral, também as empresas precisam de recorrer a fontes de financiamento mais ou menos regulares, seja para manterem a sua actividade corrente ou para apostarem no investimento produtivo em novas áreas de negócio ou novos produtos. Dir-se-á que a decisão sobre o montante e a forma de obtenção desses recursos financeiros dependerá inteiramente da gestão⁴, embora sejam opções com implicação directa na posição jurídica dos titulares do capital. De entre as formas mais comuns de obtenção de capital, conta-se a emissão de acções, ordinárias ou preferenciais, a emissão de dívida, o recurso a crédito bancário ou a outros contratos padronizados junto de instituições de crédito e sociedades financeiras (*swaps, warrants, etc.*) e a negociação específica de linhas de “crédito” junto do Estado ou fornecedores⁵.

A evolução e inovação têm, de facto, sido notáveis neste campo. Nalguns países as novas práticas de “engenharia financeira” atingiram mesmo valores e proporções astronómicas⁶, enquanto noutros – principalmente em economias de mercado menos desenvolvidas ou com uma estrutura empresarial um pouco mais débil – a evolução tem passado sobretudo pelo aumento do recurso aos mecanismos tradicionais (obrigações com taxa fixa, por exemplo).

⁴ Serão decisões que, tipicamente, farão parte dos poderes atribuídos à gerência ou conselho de administração das sociedades, apesar de, em alguns casos, poder ser obrigatória a intervenção dos sócios ou accionistas, nomeadamente, nas hipóteses de oneração do património da sociedade (para prestação de garantia aos financiamentos obtidos) ou de emissão de valores mobiliários – cfr., a título de exemplo, os arts. 246º e 350º do Código das Sociedades Comerciais.

⁵ De certa forma, podemos dizer com António Borges e Azevedo Rodrigues que o crédito de fornecedores será “a forma ideal de financiar a empresa”, uma vez que este tipo de financiamento, estando associado às próprias operações do circuito produtivo ou comercial, terá um custo marginal inferior e objectivamente mais competitivo quando comparado com outros canais de crédito (analisando, por exemplo, o custo da eventual perda de descontos de pronto pagamento face ao juro bancário ou o cupão de obrigações emitidas com determinada maturidade). Ver, Borges, António e José Azevedo Rodrigues, *Contabilidade e Finanças para a Gestão*, 4ª edição, 2008, pp. 215 e ssg.

⁶ A título de exemplo, refira-se o caso das chamadas *junk bonds* (obrigações com elevado risco de incumprimento) que passaram de um montante global de emissão de mil milhões de dólares em 1977 para cerca de 30 mil milhões em 1986 (Brealey, Richard A. E Stewart C. Myers, *Princípios de Finanças Empresariais*, 5ª edição, McGraw-Hill, pág. 359).

No que à economia portuguesa diz respeito, os últimos anos têm ficado marcados por uma redução significativa do crédito disponível através dos canais tradicionais, seja por efeito da contracção das linhas abertas por bancos e instituições financeiras, seja em resultado da descrença crescente do público e – mesmo – dos investidores institucionais face ao funcionamento da bolsa portuguesa.

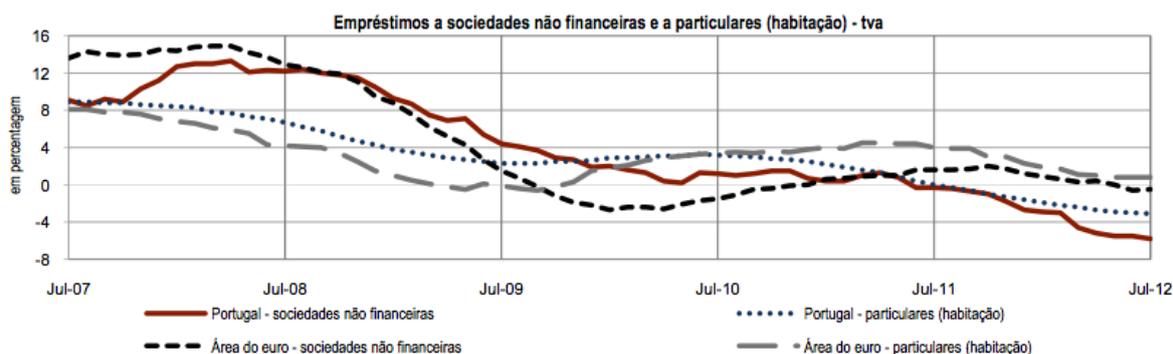


Figura 1 – Boletim Estatístico do Banco de Portugal, A. Principais Indicadores, A.9. Empréstimos e Depósitos Bancários, Agosto de 2012

As recentes colocações de dívida por parte de algumas cotadas portuguesas reflectem, precisamente, esse estado de coisas, com juros que nalguns casos chegam a atingir mais de 6% ao ano (cfr., por exemplo, as obrigações de taxa fixa Zon 2012-2015 com rendibilidade de 6,85% TANB). Ora, numa economia em que o pouco crédito concedido (pelos bancos) atinge custos verdadeiramente inoportáveis e onde a própria colocação de dívida junto dos investidores obriga a remunerações de cerca de 7% ao ano, resta saber de que forma irão reagir as micro e pequenas e médias empresas (PME's) perante este cenário. Se é razoável, na perspectiva de uma grande cotada, suportar juros de 7% (mais os encargos com o lançamento e gestão da operação) no financiamento de operações correntes⁷ ou de investimento produtivo, não vemos como poderão micro empresas e PME's suportar este tipo de custos de financiamento, quer por, tradicionalmente, terem uma estrutura financeira mais frágil (podendo não ter capacidade de reagir aos riscos gerais de mercado ou riscos sistemáticos),

⁷ Onde, necessariamente, esperam obter um retorno superior à soma dos juros a suportar mais os encargos da operação, descontando-se o eventual efeito fiscal positivo (dedução dos juros pagos ao Resultado Operacional antes de impostos), caso em que o custo de oportunidade do capital ainda justificaria o recurso a esse meio de financiamento.

quer por não poderem aproveitar os efeitos de eventuais economias de escala na aplicação desses montantes.

Não podemos deixar de salientar, por outro lado, que o actual panorama geral em matéria de financiamento agudizou-se de forma particularmente notória após a crise financeira que se instalou nos E.U.A. em 2008, com a implosão do mercado da dívida de alto risco conhecida por Subprime. No fundo, tratou-se de um esquema de injeção de liquidez apoiado pela Reserva Federal americana através da redução da taxa de juro de referência, como forma de estimular a economia no pós 11 de Setembro de 2001 (altura em que a bolsa americana sofreu fortes perdas com a crise das empresas tecnológicas). Incentivados pelas baixas de taxas de juro, alguns bancos emprestavam dinheiro a grupos de maior risco na busca de maiores rendibilidades, operações essas que, por isso mesmo, obtinham ratings de crédito abaixo de “A-prime”, daí a sua designação de *Subprime*. O problema instalou-se quando a economia começou a abrandar, fruto sobretudo da eclosão da bolha especulativa do sector imobiliário americano e de operações de refinanciamento dos créditos de alto risco, alcançadas através da venda de activos tóxicos representativos da dívida entre várias instituições e mesmo, em alguns casos, junto de investidores particulares⁸. Os efeitos não se fizeram esperar: além da brutal contracção da economia mundial, os mercados financeiros praticamente “estagnaram”, assolados por uma crise de confiança que levou os títulos da maioria das cotadas (primeiro nos E.U.A. e, depois, um pouco por todo o mundo) a baterem em mínimos históricos. Daí ao aumento das insolvências, aos resgates através de fundos soberanos, às necessidades de aumento de capital e à verificação de outras carências financeiras várias, foi apenas um passo. Se há lições a retirar desta mais recente crise financeira, as principais serão certamente que: 1) o mecanismo de autoregulação do sistema bancário e financeiro claramente não funcionou, pelo que terão ser encontradas alternativas que evitem uma repetição dos erros cometidos; 2) o sistema financeiro não é capaz de se auto-regenerar de forma suficientemente rápida para evitar repercussões em cadeia com efeitos nefastos sobre toda a economia; 3) os mecanismos de mercado de realocação de recursos, com canalização de poupanças (por exemplo) para o sector produtivo, são demasiado susceptíveis a crises de confiança e incapazes de encontrar solução para a contracção imediata de liquidez; 4) as estratégias a implementar devem resultar de uma análise estrutural que identifique as fragilidades do sistema e procure corrigir essas falhas com independência face à concreta conjuntura de um determinado mercado ou país, de

⁸ Ver, por todos, Reis, Ricardo (2007), “Explicando a crise do subprime”, Diário Económico, edição de 16/08/2007, disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/ricardo-reis-explicando-a-crise-do-subprime_18229.html

tal forma que o sistema se torne, não só, fiável, mas também “auto-suficiente” em termos de soluções disponíveis.

As actuais condições de mercado exigem, portanto, que se avalie o impacto de instrumentos financeiros alternativos e que sejam apontados caminhos que permitam, à luz do quadro legal vigente, encontrar as melhores alternativas do ponto de vista financeiro, fiscal, económico e social.

2. Os instrumentos financeiros híbridos

2.1. Considerações gerais

Além das consequências já apontadas anteriormente, a crise financeira veio ainda demonstrar que a maior parte das instituições bancárias não disponha dos rácios de capital adequados à manutenção e desenvolvimento da sua actividade, sobretudo em face de prejuízos operacionais ou financeiros avultados. A resposta dos reguladores foi no sentido de exigir rácios mais elevados, com a simultânea alteração dos instrumentos admitidos a integrar esse capital.

Antes da crise, era frequente as sociedades financeiras (bancos, seguradoras, etc.) recorrerem a instrumentos com características mistas, com elementos típicos das acções e das obrigações, ora inclinando-se num ou noutro sentido em função dos objectivos pretendidos e das necessidades de financiamento. A grande vantagem destes instrumentos residia no facto de, alguns deles, poderem ser considerados como capital próprio para efeitos de regulação prudencial mas, por outro lado, serem considerados dívida para efeitos fiscais, permitindo a dedução dos juros suportados com a emissão aos resultados antes de impostos⁹ (o que não acontece, por exemplo, com os dividendos pagos aos titulares de acções, que normalmente são deduzidos ao Resultado Líquido do Exercício após impostos). No entanto, apesar da generalização deste tipo de instrumentos, a maior parte das instituições internacionais emittentes optou, simplesmente, por não exercer as opções contratuais de conversão do capital

⁹ “Consideram-se gastos os que comprovadamente forem indispensáveis para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto, ou para a manutenção da fonte produtora, nomeadamente: (...); b) Os de natureza financeira, tais como juros de capitais alheios, gastos com operações de crédito, cobrança de dívida e emissão de obrigações, prémios de reembolso e os resultantes da aplicação do método do juro efectivo aos instrumentos financeiros valorizados pelo custo amortizado” – Carlos, Américo Brás, Irene Antunes Abreu, João Ribeiro Durão, Maria Emília Pimenta, Guia dos Impostos em Portugal, 2011, Quid Juris, pp. 249 e ssg.

ou de absorção de perdas, em resultado dos elevados custos desses processos ou da indisponibilidade de capital alternativo (aumentos de capital, por exemplo) perante a intensificação da crise financeira mundial¹⁰.

Perante este cenário, as instâncias internacionais procuraram negociar e implementar um novo quadro regulamentar específico, na origem do qual esteve o acordo de Basileia, também conhecido por Basileia I. Entre as principais alterações aprovadas haverá a destacar a divisão do capital dos bancos em 2 categorias base, o Capital *Core* ou *Tier 1* e o Capital Suplementar ou *Tier 2*, onde se incluíam – genericamente – os seguintes tipos de instrumentos¹¹:

Tier 1	Tier 2
<ul style="list-style-type: none">- Ações ordinárias;- Ações preferenciais perpétuas e não cumulativas;- Reservas legais ou voluntárias;- Interesses minoritários nas contas de ações de subsidiárias consolidadas.	<ul style="list-style-type: none">- Reservas ocultas;- Reservas resultantes de reavaliações de activos;- Provisões;- <u>Valores mobiliários híbridos</u> (entre ações e obrigações), obrigações convertíveis e ações preferenciais perpétuas e cumulativas;- Obrigações subordinadas;- Etc.

Cabe, no entanto, destacar que, apesar de serem já algo frequentes, sobretudo em mercados financeiros mais evoluídos e com maior liquidez (o que garantia, por exemplo, o interesse de potenciais investidores e a circulação destes valores), os instrumentos de capital híbridos não estavam sujeitos a uma regulação homogénea, limitando-se o Acordo de Basileia I a reconhecê-los como valores aptos a participarem na formação dos “capitais próprios suplementares”.

No plano europeu estas linhas gerais de orientação são, entretanto, acolhidas através de várias Directivas, de entre as quais se poderá destacar a Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Junho de 2006, posteriormente alterada pela Directiva 2009/111/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009, que por sua

¹⁰ Green, Peter J, Thomas A. Humphreys, Jeremy C. Jennings-Mares e Anna T. Pinedo, Hybrid securities: an overview, Multi-jurisdictional Guide 2012/2013, Pratical Law Company, pp. 5 e ssg. Disponível em: <http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/120501-Capital-Markets%20Multi-Jurisdictional-Guide-2012-13-Hybrid-Securities-Chapter.pdf>

¹¹ Green, Peter J et all, *Idem*.

vez foi transposta para a ordem jurídica nacional através do Decreto-lei nº 140-A/2010 de 30 de Dezembro¹².

A questão voltava, no entanto, a centrar-se na delimitação conceptual destes instrumentos e no seu específico enquadramento enquanto mecanismo de financiamento ao dispor dos agentes económicos.

2.2. Conceito

Como a própria designação deixa antever, os instrumentos híbridos podem ser definidos como valores mobiliários mistos ou compostos, com características próprias dos instrumentos de capital (como as acções) e elementos tipicamente associados a dívida (de que serão exemplo as obrigações). Serão o produto de uma conjugação de elementos-tipo próprios das acções e obrigações, recebendo mais ou menos características distintivas de cada uma daquelas categorias em função do objectivo definido em matéria de financiamento do emitente.

Podemos dizer, com Orlando Vogler Guiné (Guiné, 2011: 76), que estamos perante “uma categoria terceira, que se move entre as categorias legais e dogmáticas de «acções» e de «obrigações»”.

De facto, considerando que as acções são valores mobiliários representativos do capital social das sociedades anónimas e que as obrigações, por seu turno, correspondem a valores mobiliários representativos de direitos de crédito sobre uma determinada sociedade, os valores mobiliários híbridos aparecerão como uma categoria nova, próxima das anteriores mas, ao mesmo tempo, distinta e totalmente autonomizável. Com efeito, em algumas situações, estes híbridos poderão aparecer mais conotados com instrumentos de capital próprio, do que se poderá dar como exemplo a emissão de acções preferenciais com determinadas condicionantes em matéria de diferimento de dividendos ou cláusulas que atribuam uma opção de recompra (*call option*) ao emitente ou a sua conversão obrigatória. Noutras, os valores mobiliários serão, sobretudo, dívida, representando ou titulando a

¹² O próprio preâmbulo do diploma, referindo-se aos instrumentos de capital híbrido, reconhece que estes “desempenham um papel importante na gestão normal dos fundos próprios das instituições de crédito” e que “(...) permitem às instituições de crédito alcançar uma estrutura de capital diversificada e ter acesso a um amplo leque de investidores financeiros. É, pois, importante estabelecer critérios para que esses instrumentos de capital sejam elegíveis para fundos próprios de base das instituições de crédito.” Ver § 5, do preâmbulo, disponível em: <http://dre.pt/pdf1sdip/2010/12/25202/0000800016.pdf>

obrigação da sociedade emitente devolver o capital mutuado¹³, numa determinada data de vencimento e com condicionantes ou requisitos variáveis em matéria de remuneração (juro ou *dividend yield*), amortização ou conversão (caso, nomeadamente, das obrigações contingentes convertíveis ou *CoCo's*¹⁴).

2.3. Instrumentos tipo

Por se tratar de uma matéria extensa e sem grande utilidade para o quadro que se pretende desenvolver no que respeita à admissibilidade e viabilidade destes instrumentos no ordenamento jurídico português, optaremos por fazer apenas uma breve referência aos que são mais típicos ou aos que são mais utilizados em mercados financeiros com maior liquidez.

A. Obrigações a emitir por sociedades coligadas (*Trust Preferreds*)

Correspondem a uma forma de dívida subordinada¹⁵, com uma maturidade de cerca de 30 anos e cláusula de não reversão ou conversão por cerca de 5 a 10 anos a contar da data de

¹³ Para o conceito de obrigação ver, por todos, Pires, Florbela de Almeida (2011), Código das Sociedades Comerciais Anotado, Coordenação: António Menezes Cordeiro, 2ª edição, Almedina, pp. 929 e ssg. e Almeida, António Pereira de, Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários, 5ª edição, Coimbra Editora, pp. 641 e ssg.

¹⁴ A utilização deste tipo de instrumentos híbridos tem sido muito frequente nos mercados internacionais, com algumas das maiores instituições bancárias do mundo a recorrerem aos chamados *CoCo's* como forma de financiarem os seus balanços, aumentando os rácios de capital para os níveis exigidos pelos acordos de Basileia e pelos respetivos reguladores nacionais. Mais recentemente, alguns bancos portugueses lançaram mão destes instrumentos no âmbito do plano de recapitalização da banca nacional, numa operação com o valor total anunciado de 6,65 Mil Milhões de Euros (3500 M€ para o BCP, 1500 M€ para o BPI e 1650 M€ para a CGD) – Cfr. Anúncio do Ministro das Finanças sobre o Programa de Recapitalização para as Instituições de Crédito Portuguesas de 4 de Junho de 2012.

Disponível em: http://www.portugal.gov.pt/media/615813/20120604_mef_recapitalizacao_banca.pdf

Por revestir especial interesse para o objecto da presente dissertação iremos analisar e discutir os precisos contornos desta operação, com especial enfoque no aumento de capital do BPI e respectiva subscrição de instrumentos de capital contingente por parte do Estado Português.

¹⁵ Tratam-se de títulos “de dívida abrangidos por uma cláusula de subordinação, i.e., no caso de falência da entidade emissora, apenas são reembolsados após os demais credores por dívida não subordinada. As obrigações subordinadas, enquanto contratos que formalizam empréstimos subordinados concedidos a instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal, devem ser sujeitas à sua aprovação, para além de respeitar as condições definidas no Aviso nº 12/92, publicado no Diário

emissão. O pagamento de juros pode ser diferido, mas o montante será acumulável, sendo que os valores pagos serão totalmente dedutíveis para o emitente. Tratam-se de instrumentos que tradicionalmente eram emitidos por bancos regionais dos E.U.A., embora sejam cada vez menos frequentes.

B. Obrigações convertíveis (*Convertible Securities*)

Obrigações que prevêm, como forma de reembolso, a sua conversão em acções da sociedade emitente ou em outro tipo de valor mobiliário, nos prazos e condições definidas aquando da emissão. O detentor destas obrigações fica titular de uma opção de conversão, opção essa que poderá ser exercida durante um determinado período de tempo¹⁶.

C. Obrigações obrigatoriamente convertíveis (*Mandatory convertibles*)

Obrigações que na data de maturidade são obrigatoriamente convertidas em acções do emitente ou em outro tipo de valores mobiliários previamente definidos. Na prática, a emissão deste tipo de obrigações traduz-se num aumento de capital a prazo¹⁷.

D. Obrigações contingentes convertíveis (*Contingent Convertibles* ou *CoCo's*)

Referem-se, em traços gerais, a títulos de dívida emitidos por uma determinada sociedade que

- 1) são convertíveis em acções ou outros valores mobiliários dessa ou de outras sociedades e
- 2) cuja conversão depende da verificação de uma condição suspensiva previamente contratualizada. Estes instrumentos serão analisados com maior detalhe no capítulo III.

E. Obrigações com Warrant

Obrigações que, além do juro e maturidade contratadas, conferem ao seu titular o direito (não a obrigação) de subscrever uma ou mais acções da sociedade emitente numa data determinada e nas condições e preço (preço de exercício ou *strike price*) previamente acordados¹⁸.

da República, II série, de 29 de Dezembro de 1992, e demais legislação aplicável em vigor. Incluem-se, designadamente, as obrigações de caixa subordinadas e demais instrumentos similares, negociáveis e habitualmente negociados, emitidos em mercados estrangeiros.”, in Glossário do Banco de Portugal, disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Glossarios/Paginas/Glossario.aspx?letter=O>

¹⁶ Cfr., Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros da CMVM, disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/Gloss%C3%A1rio_300611%20%282%29.pdf

¹⁷ *Idem.*

F. Obrigações com possibilidade de perda do capital e “indexadas” a eventos de crédito (*Credit-linked notes*)

Tratam-se de valores mobiliários com um funcionamento semelhante ao das obrigações estruturadas, mas em que existe a possibilidade de 1) perda do capital mutuado; 2) reembolso antecipado em resultado da ocorrência de um determinado evento de crédito; e 3) cuja rentabilidade também está associada à ocorrência desse (ou de outro) evento de crédito¹⁹.

G. Títulos preferenciais de investimento em activos do sector imobiliário (*Real Estate Investment Trusts* ou *REIT preferred securities*)

Em meados da década de 90 do século passado, tornou-se frequente a organização de veículos de investimento (Trusts) patrocinados pelas *holdings* (SGPS's) de alguns grupos bancários, que aí “depositavam” meios líquidos (caixa ou equivalentes) e activos relacionados com o mercado hipotecário (obrigações hipotecárias, por exemplo) em troca de acções ordinárias emitidas por esses organismos. Posteriormente, era lançada uma oferta pública de subscrição de acções preferenciais perpétuas não cumulativas desse “trust”, sendo que o produto da venda desses títulos era depois utilizado na compra de mais activos “hipotecários” (*mortgage-related assets*) à *holding* do grupo. Os ganhos de capital (rendimento) resultantes da gestão dos activos hipotecários eram distribuídos pelos detentores de participações sociais (acções ordinárias e preferenciais) e os dividendos pagos eram totalmente dedutíveis pelo organismo de investimento (REIT), além de os fluxos resultantes desta transacção poderem ser imputados à *holding* como capital de base ou *Tier 1*²⁰.

¹⁸ A principal diferença entre *warrants* e opções reside no facto dos primeiros serem, geralmente, emitidos pelas sociedades beneficiárias, enquanto as opções são instrumentos dos mercados de capitais, cuja emissão poderá estar a cargo de uma instituição financeira que nada tem a ver com a sociedade sobre quem recairá o direito de compra (*call option*) ou venda (*put option*) das acções subjacentes (no caso das opções sobre acções).

¹⁹ Para mais informações e detalhe técnico, poderá ser consultado o prospecto das *Credit Linked Notes* emitidas pela Portugal Telecom em 2011, disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/pfc/docs/fsd20023.pdf>

²⁰ Pinedo, Anna (2006), Next Generation Hybrid Securities, Wall Street Lawyer, (Online) Vol. 10, No. 5, pp. 7 e ssg.

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

H. Financiamento SWORD (*Stock Warrant Off-Balance-Sheet Research and Development*)

Trata-se de um mecanismo de financiamento muito utilizado por empresas de biotecnologia para financiarem os seus projectos de desenvolvimento de medicamentos biológicos (alguns dos quais podem durar 15 ou 20 anos só em investigação e ensaios clínicos prévios). O esquema base assenta na criação de um organismo novo e distinto da empresa de biotecnologia, que detém os direitos de propriedade intelectual do processo de investigação e desenvolvimento (I&D), mas cujas demonstrações financeiras não têm qualquer impacto nas contas da “empresa-mãe”. O financiamento deste organismo é assegurado por investidores (a maioria investidores qualificados ou grandes instituições financeiras) que passam a deter unidades de participação que consistem em 1) títulos representativos do capital do próprio organismo e 2) em *call warrants* sobre as acções da Biotecnológica. De referir que à Biotecnológica é, normalmente, concedida uma opção de compra (*call option*) dos títulos do organismo que detém os direitos de propriedade do processo de I&D, pelo que aquela empresa poderá “recomprar” esses direitos aos seus financiadores pelo preço de exercício da opção²¹.

2.4. Riscos associados

Os instrumentos financeiros híbridos estão normalmente associados a riscos financeiros e de mercado com reflexos directos no preço que os investidores estão dispostos a pagar por esses mesmos instrumentos. Em geral, quanto maior for o risco associado, maior será a taxa de retorno exigida pelos investidores, a qual deverá compensar, pelo menos, os seguintes factores²²:

- a) Risco de mercado ou de taxa de juro: uma vez que o preço de mercado dos híbridos não está, à partida, indexado a qualquer taxa directora ou a qualquer indicador que permita a sua actualização ao longo do contrato, é possível que o investidor venha a sofrer uma perda no capital investido, em resultado, por exemplo, do aumento da taxa de juro de referência no mercado monetário (com o aumento dos juros dos depósitos bancários). De facto, e à semelhança do que acontece com as obrigações

²¹ Cfr. Solt, Michael E. (1993), SWORD financing of innovation in the biotechnology industry, (Online). Disponível em: <http://www.highbeam.com/doc/1G1-14444761.html>

²² Wells Fargo Advisors (2012), A Guide to Investing in Hybrid Securities, disponível em: https://saf.wellsfargoadvisors.com/emx/dctm/Marketing/Marketing_Materials/Fixed_Income_Bonds/e6728.pdf

“tradicionalis”, o preço dos híbridos irá variar de forma inversamente proporcional à variação verificada ao nível das taxas de juro, aumentando de valor quando as taxas descem e vendo o seu valor reduzido quando sobem. É, por isso, possível que o investidor veja reduzido o valor (real) do seu investimento se optar por vender o instrumento antes da maturidade, com taxas de juro superiores às existentes no mercado no momento da compra do híbrido.

- b) Risco de crédito: corresponde ao risco específico de as sociedades emitentes não estarem em condições de cumprir com o acordo, devolvendo o capital mutuado mais os juros até à data de maturidade. Este risco surge normalmente associado a dificuldades de tesouraria ou a situações de desequilíbrio financeiro estrutural, podendo resultar na própria insolvência da sociedade. O preço das obrigações ou híbridos a emitir (a *yield* paga aos investidores) deverá assim variar em função do risco de crédito da sociedade (notação de crédito atribuída por agência de *Rating* ou preço ajustado à procura dos títulos e juro de referência em operações equivalentes), aumentando sempre que o risco seja maior e diminuindo para sociedades com menor risco de crédito.
- c) Risco de incumprimento: refere-se, basicamente, ao risco de o emitente não poder honrar os compromissos assumidos aquando da emissão do instrumento, quer em termos do juro²³ convencionado ou, no caso dos híbridos com características mais próximas das obrigações, em termos de devolução do capital mutuado (situação que não se coloca com os híbridos mais próximos das acções, em que a absorção dos prejuízos será, em princípio, total). De referir apenas que, mesmo os instrumentos híbridos mais próximos das obrigações (*more debt-like features*²⁴), só serão “pagos” após as obrigações ordinárias serem cabalmente satisfeitas, embora sejam graduados à frente das acções e híbridos com características mais próximas destas (*more equity-like features*).
- d) Risco de diferimento: trata-se de um risco próprio dos instrumentos híbridos em que seja estabelecido um “juro” periódico (sob a forma de dividendo ou cupão obrigacionista). O prospecto da emissão deve especificar os casos em que o diferimento poderá ocorrer, embora seja prática corrente admitir o diferimento de juros

²³ Por facilidade de exposição, será referenciado como “juro” toda a componente “remuneração” associada aos instrumentos híbridos em geral (dividendo, juro, cupão, etc.), salvo quando for especificamente apontada a diferença de regime.

²⁴ Green, Peter J et. all., ob. cit. (1).

em situações de dificuldades financeiras do emitente e apenas nos casos em que os híbridos graduados abaixo vejam, também eles, o seu juro suspenso.

- e) Risco de recompra ou reinvestimento: alguns instrumentos híbridos contêm cláusulas específicas que determinam a atribuição de opções de compra (call options) ao emitente ou de amortização antecipada face à data de maturidade inicialmente prevista. De salientar que, como já anteriormente referido, o risco de mercado ou de taxa de juro poderá tornar a rentabilidade de um determinado instrumento mais ou menos atractiva o que, no limite, poderá traduzir-se num incentivo adicional para o emitente recomprar ou amortizar os instrumentos sempre que se verifique uma diminuição significativa nas taxas de juro de mercado para valores com idêntico risco associado.
- f) Riscos internos (Event risk): abrange toda uma série de riscos próprios e específicos do emitente, relacionados com problemas de gestão ou administração, questões operacionais que obriguem a mudanças repentinas na estratégia de mercado da empresa, aumento dos custos das matérias-primas ou de outros factores de produção, efeitos cambiais, regulação, abertura do mercado a novos concorrentes, etc.

2.5. O mercado de instrumentos financeiros híbridos

Após termos abordados alguns aspectos mais conceptuais e focado alguns pontos-chave relacionados com a estruturação e funcionamento destes instrumentos, fica por fazer uma breve análise às condições concretas de mercado em termos de transacção e negociação dos mesmos.

Vimos já que uma das principais vantagens do ponto de vista dos reguladores prende-se com o facto de estes instrumentos servirem os propósitos de consolidação dos capitais próprios das sociedades (principalmente, ao nível do capital suplementar ou Tier 2), mantendo a vertente fundamental de “absorção de perdas” (*loss-absorbing feature*) e garantindo, ainda assim, alguma procura por parte de investidores institucionais e algum retalho²⁵.

²⁵ A capacidade de captar recursos nos mercados financeiros é, no contexto actual, o elemento mais valorizado pelos emitentes na preparação e lançamento das operações de financiamento dirigidas ao público. De facto, atendendo às quedas brutais verificadas nos mercados accionistas mundiais (só em 2008, o índice STOXX Europe 600, que procura replicar o comportamento dos títulos das 600 maiores empresas europeias cotadas em bolsa, sofreu uma desvalorização de mais de 40%) e à depreciação das yields dos investimentos alternativos com perfis de risco mais ou menos moderado (*yields* menores

Vimos, por outro lado, que do ponto de vista fiscal, a utilização destes valores mobiliários pode traduzir-se em poupanças consideráveis, designadamente por efeito da dedução dos montantes pagos aos detentores dos títulos aos resultados do exercício antes de impostos.

Demonstração Resultados (€ M)	1S12	1S11*	Δ %	Δ Abs.
Margem Bruta	2.789	2.788	0,1%	+25
Fornecimentos e serviços externos	446	421	5,8%	+25
Custos com pessoal	295	293	0,7%	+2
Custos com benefícios sociais	36	73	-52%	-38
Outros custos operacionais (líquidos)	128	100	28%	+28
Custos Operacionais Líquidos (1)	904	887	1,9%	+17
EBITDA	1.885	1.900	-0,8%	-15
Provisões	7	20	-67%	-14
Depreciações e amortiz. líquidas (2)	704	704	-0,0%	-0
EBIT	1.174	1.176	-0,1%	-1
Result. da alienação de act. financ.	3	10	-72%	-8
Resultados financeiros	(353)	(266)	-33%	-87
Resultados em associadas	10	12	-11%	-1
Resultado Antes de Impostos	835	932	-10%	-97
IRC e Impostos diferidos	159	220	-28%	-62
Operações em descontinuação	-	-	-	-
Resultado líquido do exercício	676	711	-5,0%	-36
Accionistas da EDP	582	609	-4,4%	-27
Interesses não controláveis	94	103	-8,5%	-9
Dados-chave Operacionais	1S12	1S11	Δ %	Δ Abs.

Figura 2. – Demonstração de resultados do Banco BPI²⁶.

A questão central que fica por responder tem a ver com a receptividade e viabilidade destes instrumentos como veículos de obtenção de financiamento. Apesar dos dados serem escassos em termos de volumes totais de emissão de valores mobiliários híbridos, são conhecidas algumas operações muito expressivas lançadas por algumas das maiores instituições financeiras mundiais. Em Março de 2010, o Banco Holandês Rabobank emitiu “*Senior Contingent Notes*”²⁷ no valor de 1,25 Mil Milhões de Euros, a uma taxa anual de 6,875%,

traduzem-se em menor procura), o simples anúncio da necessidade de se proceder a um aumento de capital pode ter repercussões nefastas sobre os accionistas e a própria empresa, desvalorizando os títulos e, em alguns casos, anulando mesmo os efeitos desse aumento de capital (através da diminuição do valor de acções próprias detidas, redução da notação de crédito por erosão do valor de mercado da empresa e eventual reflexo nos juros que lhe serão exigidos pelo mercado, etc.).

²⁶ A rubrica “Resultados Financeiros” reflecte o saldo entre Gastos e Proveitos Financeiros, onde serão incluídos, por exemplo, os juros pagos aos detentores de dívida e os recebidos de aplicações financeiras. A vantagem fiscal decorre, exactamente, do facto de serem “extraídos” esses valores aos “Resultados antes de Impostos” (RAI), o que se traduz numa diminuição da colecta de imposto, por força da redução da base de incidência.

²⁷ Cfr., anúncio disponível em: http://www.rabobank.com/content/news/news_archive/005-RabobanksuccessfullyissuesSeniorContingentNotes.jsp

com a procura a atingir praticamente o dobro da oferta. Em Fevereiro de 2011, o Credit Suisse acordou com dois investidores institucionais a emissão de instrumentos de capital contingente (CoCo's) em troca de dinheiro ou instrumentos de capital Tier 1 que o banco tivesse emitido em anos anteriores, num total de cerca de 6,17 Mil Milhões de Dólares²⁸. O Banco da Irlanda, por seu turno, procurou lançar uma operação de reestruturação e recapitalização através da emissão de instrumentos de capital contingente, cuja conversão ocorreria se se verificasse uma diminuição do capital próprio *Tier 1* (“*common equity Tier 1*” ao abrigo do acordo de Basileia III²⁹) abaixo de uma proporção de 8,25% face aos activos da instituição ponderados em função do seu risco. A operação foi avaliada em cerca de Mil Milhões de Euros.

Com efeito, parece existir um mercado bem resiliente para este tipo de instrumentos, embora seja de notar que a vasta maioria dos subscritores são instituições ou grandes investidores individuais. O facto é que não existem dados disponíveis que permitam aferir da receptividade dos mesmos junto dos pequenos investidores, o que, de certa forma, poderá vir a condicionar ou limitar o eventual recurso a estes mecanismos por parte de instituições não financeiras ou sociedades de menor dimensão, onde o “poder negocial” seja, intrinsecamente, menor e o risco associado (risco de crédito) maior.

Em todo o caso, as vantagens são inegáveis, quer para os emitentes (por força da efeito de consolidação de capitais próprios *Tier 1* e pela dedutibilidade fiscal dos juros e encargos suportados), quer para os investidores (maiores taxas de retorno sobre o investimento e risco, ainda assim, menor que o das acções propriamente ditas). Pelos dados analisados podemos admitir que o recurso a estes instrumentos deverá generalizar-se assim que o mercado de capitais estabilizar e que os riscos de mercado (resultantes, sobretudo, da contracção económica mundial) diminuam, o que, desde logo, contribuirá para a redução da descrença dos mais cépticos ou dos que, simplesmente, sentem com maior vigor os problemas – bem comuns nestes mercados – associados à assimetria de informação³⁰.

²⁸ Logutenkova, Elena e Matthias Wabl (2011), Bloomberg (Online), disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2011-02-14/credit-suisse-places-sf6-billion-in-tier-1-buffer-capital-notes.html>

²⁹ Comunicado relativo a aviso do Banco de Portugal sobre reforço do rácio "Core Tier 1" das instituições de crédito, 7 de Abril de 2011, disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/combp20110407.aspx>

³⁰ O lançamento de algumas operações de financiamento por emissão de valores mobiliários híbridos e por parte de sociedades não financeiras acaba por contribuir para o reforço da ideia no sentido da massificação de instrumentos que, inicialmente, pareciam exclusivamente dedicados aos esforços de

II. Títulos de dívida: do papel comercial às obrigações convertíveis

O desempenho de uma qualquer actividade económica, seja ela de que natureza for, obrigará – na vasta maioria das situações – a um esforço de identificação, organização e gestão das fontes de financiamento que permitam alocar os recursos necessários para a prossecução dos objectivos definidos pelos seus promotores. Dir-se-á, inclusivamente, que nalgumas situações (por exemplo, quando estamos perante actividades comerciais que exigem um maior investimento produtivo ou que dependem de uma certa alavancagem financeira), as decisões de “financiamento” serão mesmo as mais importantes que podem ser tomadas no seio de uma empresa, sendo que, no limite, más decisões podem mesmo traduzir-se no encerramento ou redução drástica da sua estrutura.

A crise mundial que se seguiu ao *subprime* norte-americano e que, rapidamente, alastrou-se a praticamente todas as economias dos países desenvolvidos (com especial incidência para a crise da dívida soberana europeia) e, mais recentemente, mesmo aos mercados emergentes, revelou fragilidades estruturais preocupantes no que à realocação do capital diz respeito e, nalguns casos, intensificou os efeitos sistémicos que acabaram por fazer colapsar certos sectores ou países em que as fragilidades eram, já de si, maiores.

É neste contexto que deveremos avaliar todo o vasto leque de alternativas que são colocadas à disposição dos agentes de mercado, sobretudo do ponto de vista da captação de aforro por via da emissão de títulos de dívida de curto, médio e longo prazo.

No que se refere aos instrumentos de curto prazo, analisaremos os títulos de dívida a que normalmente se dá o nome de “papel comercial”, por se tratarem do instrumento de excelência (a par de outros contratos bancários, como o descoberto bancário ou contas correntes caucionadas, por exemplo) para acorrer a dificuldades momentâneas de tesouraria.

Quanto aos mecanismos de financiamento de médio prazo, daremos especial atenção à chamada “titularização” de créditos, enquanto operação destinada a fazer “circular” créditos comerciais ou financeiros, por cessão a uma terceira entidade com posterior emissão de títulos representativos desses mesmos créditos. Cabe realçar que este mecanismo foi incluído no “lote” de alternativas de médio prazo por estar normalmente associado à cessão de créditos comerciais com idêntica maturidade (dívidas de clientes, por exemplo), embora também possa ser desenhado de molde a ajustar-se a uma estratégia de financiamento de longo prazo.

recapitalização do sector financeiro. Ver, por exemplo, as *Credit Linked Notes* EDP 2014, cujo prospecto poderá ser consultado em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/pfc/docs/fsd19360.pdf>

Já no que diz respeito aos instrumentos com maturidades maiores, não podemos deixar de fazer uma referência particular às obrigações convertíveis e, dentro destas, às chamadas obrigações contingentes convertíveis.

As obrigações contingentes convertíveis ou *CoCo's* são, como já tivemos oportunidade de referir, um tipo específico de valores mobiliários híbridos, com características mais próximas das obrigações tradicionais mas que, em determinadas situações, convertem-se em acções ou outros valores mobiliários distintos dos primeiros.

Podemos dizer, com Alexandre Mota Pinto, que os *CoCo's* são:

“instrumentos financeiros que possuem características de capital alheio e de capital próprio (instrumentos financeiros híbridos): em função da sua origem, constituindo capital que normalmente é fornecido por terceiros (e não conferindo direitos sociais - v.g. direito de voto), aproximam-se do capital alheio; em função do seu carácter permanente, da flexibilidade (e incerteza) da sua remuneração, da sua capacidade de absorver prejuízos na sequência de um certo evento de contingência, e da sua subordinação, aproximam-se claramente do capital próprio. Estas duas últimas notas evidenciam que os «CoCos» constituem capital que corre o risco empresarial, aproximando-se, portanto, do capital próprio — são capital quase-próprio («Quasi- Eigenkapital»), para utilizar o conceito desenvolvido pela doutrina alemã para certas formas de financiamento que combinam as características do capital próprio e alheio.

Os «CoCos» ou obrigações contingentes convertíveis constituem obrigações convertíveis em acções, em que a conversão depende da verificação de uma condição suspensiva contratualmente acordada (de um «contingency event»), normalmente relacionada com uma determinada perda de fundos próprios de base da instituição emitente.”³¹

A razão pela qual faremos uma análise mais pormenorizada deste instrumento, prende-se com a circunstância de se tratar do mecanismo escolhido pelo Estado para contrabalançar a recente injeção de capital nalguns bancos portugueses, numa operação de cerca de 6 Mil Milhões de Euros. Estudaremos, em particular, o caso do aumento de capital do BPI, no valor de 1500 Milhões de Euros, através da subscrição pelo Estado de instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios *Core Tier I*, com posterior redução para 1300 Milhões de Euros por efeito do aumento de capital dirigido ao público (emissão de novas acções) e amortização do valor

³¹ Pinto, Alexandre Mota, Os «CoCos» e a recapitalização do sistema bancário português (Online), disponível em: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277>

correspondente de dívida³². Antes ainda, procuraremos explorar um pouco o regime jurídico das obrigações convertíveis, quer à luz do Código das Sociedades Comerciais e Código dos Valores Mobiliários, quer pelo prisma da legislação fiscal aplicável.

1. Dívida de curto prazo: o papel comercial

De entre as várias alternativas de investimento supra identificadas, caberá iniciar a nossa análise no chamado “papel comercial”, por se tratar do instrumento de excelência na captação de recursos de curto ou muito curto prazo (podendo durar apenas alguns meses até cerca de um ano)³³. Estes títulos de dívida correspondem assim a “valores mobiliários de natureza monetária”, emitidos por um prazo inferior a um ano e sujeitos a lei específica, designadamente para efeitos da dispensa de registo comercial e previsão da possibilidade de serem emitidos de forma contínua ou em séries, afastando-se, nalguns aspectos base, do regime geral constante do Código dos Valores Mobiliários.

A regulamentação base nesta matéria consta do Decreto-lei 69/2004, de 25 de Março, com as alterações introduzidas pelo Decreto-lei 52/2006, de 15 de Março, de onde haverá a realçar os seguintes traços fundamentais:

- São papel comercial os valores mobiliários representativos de dívida emitidos pelas sociedades comerciais ou civis sob a forma comercial, as cooperativas, as empresas públicas e as demais pessoas colectivas de direito público ou privado (arts. 1º/2 e 2º/1);
- O prazo de emissão não pode ser superior a um ano (art. 1º/2/2ª parte);
- As entidades emitentes de papel comercial, com excepção das instituições de crédito, das sociedades financeiras, das empresas de seguros e das sociedades gestoras de fundos de pensões, não podem obter, com a emissão deste tipo de valor mobiliário, recursos financeiros superiores ao triplo dos seus capitais próprios ou, no caso de

³² Cfr. Detalhes do Plano de Recapitalização aprovado pelo BPI (2012), pp. 64 e ssg., disponível em: <http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro1.4283F519-B92A-4AD2-BE92-0D3C2D66079A.1.pt.asp?id=096EE0FF-51B5-49DF-892A-3998ACBEA623>

³³ Veja-se, a título de exemplo, a Nota Informativa do Programa de emissão de papel comercial promovido pela GALP Energia, S.G.P.S., no valor de € 250.000.000, disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd22765.pdf>

entidades que não estejam sujeitas à adopção do plano oficial de contabilidade, ao triplo do seu património líquido³⁴ (art. 2º/2);

- Só poderão emitir papel comercial as entidades que preencham um dos seguintes requisitos:
 - o Evidenciar no último balanço, **capitais próprios ou património líquido não inferior a 5 milhões de euros** ou o seu contravalor em euros, caso esses capitais ou património sejam expressos em moeda diferente do euro; ou
 - o **Apresentar notação de risco** do programa de emissão ou notação de risco de curto prazo do emitente, atribuída por sociedade de notação de risco registada na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; ou
 - o Obter, a favor dos detentores, **garantia autónoma à primeira interpelação** que assegure o cumprimento das obrigações de pagamento decorrentes da emissão.
- Salvo disposição legal em contrário, os títulos emitidos com um prazo inferior a um ano estarão sujeitos ao princípio da tipicidade e ao estrito cumprimento das regras e princípios consagrados naquele diploma;
- Quanto às modalidades de emissão, o papel comercial poderá ser objecto de emissão simples ou, de acordo com o programa de emissão, contínua ou por séries;
- A emissão de papel comercial deve ser registada junto da respectiva entidade emitente ou em conta aberta junto de intermediário financeiro que, para o efeito, a represente, devendo constar desse registo de emissão as menções constantes do art. 44º do CVM, com as devidas adaptações (art. 8º);
- A emissão não está sujeita a registo comercial;
- O papel comercial pode ser reembolsado antes do fim do prazo de emissão, nos termos previstos nas condições de emissão ou do programa de emissão, sendo que a aquisição de papel comercial pela respectiva entidade emitente equivale ao seu reembolso (art. 9º);
- Quanto à forma de representação, o papel comercial pode ser nominativo ou ao portador registado e deve observar a forma escritural;

³⁴ Para efeitos do disposto no art. 2º/2 do Decreto-lei 69/2004, o limite máximo de recursos financeiros que poderão ser obtidos por via da emissão de papel comercial é de 3 vezes os capitais próprios da sociedade emitente (não financeira), calculados da seguinte forma (art. 3º/a):

$$\text{Capitais Próprios} = (\text{Capital Social} - \text{Acções Próprias}) + \text{Reservas} + \text{Resultados Transitados} + \text{Ajustamentos de partes de capital em filiais e associadas}$$

- As ofertas públicas de papel comercial devem ser realizadas com intervenção de intermediário financeiro (normalmente uma ou várias instituições bancárias) legalmente habilitado para o efeito, que presta, pelo menos, os serviços de assistência e colocação nas ofertas públicas de distribuição e de pagamento, por conta e ordem da entidade emitente, dos direitos patrimoniais decorrentes da emissão (art. 15º);
- O papel comercial pode ser admitido à negociação em mercado de valores mobiliários, desde que sejam cumpridos os deveres de informação definidos em Regulamento da CMVM para que essa negociação possa ocorrer (art. 16º).

No que se refere aos procedimentos a seguir em matéria de ofertas públicas, não podemos deixar de fazer uma referência específica às disposições aprovadas pela CMVM (Regulamento nº 1/2004), onde são tratadas, entre outras, questões relacionadas com a forma de liquidação dos juros (no vencimento ou em intervalos regulares não inferiores a um mês), a informação complementar a prestar pelos emitentes³⁵, as condições de rateio quando a quantidade emitida não for suficiente para satisfazer todos os pedidos registados, os deveres de informação a respeitar e a necessidade de divulgação de factos relevantes.

2. Títulos de dívida de médio prazo: a titularização

A par das necessidades de tesouraria de curto e muito curto prazo, outras há que não podem (e não devem) ser satisfeitas por via do recurso a instrumentos monetários com maturidades inferiores a 1 ano, quer por isso implicar, via de regra, o refinanciamento das linhas de crédito (com eventual *rollover* de juros e/ou capital), quer mesmo pelos próprios custos e encargos associados à operação (comissões, spreads, custos administrativos, etc.), cuja repetição sistemática em cada exercício corresponderia a um verdadeiro desperdício de recursos.

De facto, se as necessidades financeiras identificadas estiverem relacionadas com objectivos, estratégias e investimentos de médio e longo prazo, o financiamento dessas operações deverá ser assegurado através de mecanismos mais estáveis e com maturidades maiores, garantindo alguma estabilidade e previsibilidade que não existem na captação pontual de liquidez através da emissão de papel comercial.

³⁵ As disposições relativas à forma de liquidação de juros e à informação complementar aplicam-se quer às ofertas públicas, quer às ofertas particulares, pelo que o Regulamento deverá, nesta parte, ser entendido como quadro regulamentar comum para efeitos da emissão de papel comercial.

A titularização de créditos, entendida como *operação de desintermediação de segundo grau destinada a obter fluxos financeiros duradouros* (Câmara, 2000: 78), poderá muito bem servir este propósito. Como já tivemos oportunidade de realçar, a circunstância de procedermos à análise deste processo no quadro dos mecanismos de financiamento de médio prazo, prende-se com a natureza, tipo e maturidade dos créditos sobre que incidem, tradicionalmente, estas operações, embora não seja de estranhar a eventual titularização de créditos com maturidades muito superiores.

Na origem deste processo encontramos a “securitization” norte-americana, inicialmente associada à criação de um mercado secundário de créditos hipotecários como forma de combater o risco de incumprimento que ameaçava as instituições de crédito imobiliário na década de 30 do século passado³⁶, razão pela qual não será de estranhar que estes instrumentos sejam normalmente designados, nalguma literatura internacional, por “*asset-backed securities*”.

Em termos funcionais, a titularização corresponderá a um processo de selecção e avaliação de créditos passíveis de serem autonomizados e transmitidos a uma entidade terceira em troca de dinheiro ou instrumentos financeiros com idêntica liquidez (cessão de créditos). A entidade cessionária, por seu turno, deverá proceder à emissão de valores mobiliários garantidos por esses mesmos créditos, beneficiando, em termos de rendibilidade futura da operação, do desconto aplicado pelo cedente à carteira de créditos transmitida ao cessionário, como forma de remunerá-lo pelos riscos associados à operação (risco de incumprimento, etc.).

O enquadramento jurídico base deste tipo de operações pode ser encontrado no Decreto-lei 453/99, de 5 de Novembro e sucessivas alterações³⁷, nos termos do qual se estabelece o regime das cessões de créditos para efeitos de titularização e regula a constituição e o funcionamento dos fundos de titularização de créditos, das sociedades de titularização de créditos e das sociedades gestoras daqueles fundos.

Ora, de acordo com o estabelecido no art. 2º daquele diploma, podem “ceder créditos para feitos de titularização o Estado e demais pessoas colectivas públicas, as instituições de crédito, as sociedades financeiras, as empresas de seguros, os fundos de pensões e as sociedades gestoras de fundos de pensões, bem como outras pessoas colectivas cujas contas

³⁶ Cfr. Câmara, Paulo, A Operação de Titularização, in Titularização de Créditos, Instituto de Direito Bancário, Lisboa, 2000, pp. 69 e ssg.

³⁷ Consultar versão actualizada do diploma disponível em:
http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Legislacao%20Complementar/Gestao%20Activos/Titularizacao/Pages/DLn453_1999.aspx

dos três últimos exercícios tenham sido objecto de certificação legal por auditor registado na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)” (sublinhado nosso). Já no que se refere às entidades cessionárias a lei só admite a aquisição de créditos pelos “fundos de titularização de créditos” e pelas “sociedades de titularização de créditos” (art. 3º).

Quanto às características dos créditos susceptíveis de titularização, cabe realçar que só podem ser cedidos créditos relativamente aos quais se verifiquem cumulativamente os seguintes requisitos (art. 4º/1):

- a) A transmissibilidade não se encontrar sujeita a restrições legais ou convencionais;
- b) Serem de natureza pecuniária;
- c) Não se encontrarem sujeitos a condição;
- d) Não serem litigiosos e não se encontrarem dados em garantia nem judicialmente penhorados ou apreendidos.

Sempre que o Estado pretenda ceder créditos tributários ou à Segurança Social, poderá fazê-lo mesmo que esses créditos se encontrem sujeitos a condição ou sejam litigiosos, embora deva respeitar o regime específico previsto na lei para este tipo de operações (art. 4º/2). Por outro lado, quando forem cedentes as empresas de seguros, os fundos de pensões e as sociedades gestoras de fundos de pensões só podem ser cedidos para titularização os créditos hipotecários, os créditos sobre o Estado ou outras pessoas colectivas públicas e os créditos de fundos de pensões relativos às contribuições dos respectivos participantes, sem prejuízo dos benefícios a atribuir a estes (art. 4º/5).

Quando a entidade cedente seja instituição de crédito ou sociedade financeira, deve ser sempre celebrado, simultaneamente com a cessão, contrato pelo qual a entidade cedente ou, no caso dos fundos de pensões, a respectiva sociedade gestora fique obrigada a praticar, em nome e em representação da entidade cessionária, todos os actos que se revelem adequados à boa gestão dos créditos e, se for o caso, das respectivas garantias, a assegurar os serviços de cobrança, os serviços administrativos relativos aos créditos, todas as relações com os respectivos devedores e os actos conservatórios, modificativos e extintivos relativos às garantias, caso existam (art. 5º/1).

Já a gestão e cobrança dos créditos tributários objecto de cessão pelo Estado e pela segurança social para efeitos de titularização será assegurada, mediante retribuição, pelo cedente ou pelo Estado através da Direcção-Geral dos Impostos (art. 5º/3).

Sem prejuízo da eventual responsabilidade das partes, o contrato de gestão de créditos objecto de titularização só pode cessar com motivo justificado, sendo que em caso de falência do gestor dos créditos, os montantes que estiverem na sua posse decorrentes de pagamentos relativos a créditos cedidos para titularização não integram a massa falida.

Quando a entidade cedente seja o Estado, a segurança social, instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros, fundo de pensões ou sociedade gestora de fundo de pensões, a cessão de créditos para titularização produzirá efeitos em relação aos respectivos devedores no momento em que se tornar eficaz entre o cedente e o cessionário, não dependendo do conhecimento, aceitação ou notificação desses devedores, sendo que, fora destas situações, a eficácia da titularização ficará dependente de efectiva notificação (art. 6º/1 e 4).

O contrato de cessão pode ser celebrado por simples documento particular, ainda que tenha por objecto créditos hipotecários, sendo que para efeitos de averbamento no registo da transmissão dos créditos hipotecários, ou outras garantias sujeitas a registo, aquele documento particular constituirá título bastante desde que contenha o reconhecimento presencial das assinaturas nele apostas, efectuado por notário ou, se existirem, pelos secretários das sociedades intervenientes (art. 7º).

De salientar ainda que a cessão de créditos não pode ser resolvida em benefício da massa insolvente, excepto se os interessados provarem que as partes agiram de má fé (art. 8º).

3. Dívida de longo prazo: as obrigações convertíveis

Não podemos avançar para a análise das especificidades técnicas das chamadas obrigações contingentes convertíveis sem antes fazermos uma breve referência ao regime geral das obrigações comerciais, previsto nos arts. 348º e ssg. do Código das Sociedades Comerciais (CSC).

Da leitura destes artigos, resulta claro que as obrigações são (1) valores mobiliários (art. 1º do CVM) que (2) conferem direitos de crédito iguais sobre o emitente, pelo que representam situações jurídicas homogéneas (conjuntos homogéneos) susceptíveis de transmissão em mercado³⁸. Seguindo os ensinamentos de Florbela de Almeida Pires³⁹, será importante notar que a lei não define, nem concretiza o conceito de “direitos de crédito” que faz parte da estrutura base das obrigações comerciais, embora não pareça lógico entender essa falta como

³⁸ Cfr., por todos, Código das Sociedades Comerciais Anotado, ob. cit., pp. 929 e ssg.

³⁹ *Idem*, pp. 931.

uma referência aberta própria de um conceito indeterminado. De facto, a lei opta por estabelecer um *tipo específico* de instrumento com determinadas características próprias que vão sendo desenvolvidas ao longo dos artigos 348º e ssg. do CSC, as quais acabam – apenas – por servir de linha orientadora para que um determinado “título de crédito” possa receber a qualificação de “obrigação”. Isto porque, se parece de admitir a aplicação do regime das obrigações comerciais a um instrumento que, constituindo um mútuo, estabelecesse que o juro sobre o capital mutuado só seria pago na totalidade caso (por exemplo) os lucros líquidos da sociedade não caíssem, num determinado ano, mais de 50%, já pareceria estranho aplicar-lhe o mesmo regime (das obrigações) se, para além disso, fosse ainda estabelecido que o mutuante perderia o direito ao capital mutuado (risco de perda financeira total) na hipótese desses lucros caírem mais de 75%. Dir-se-á, portanto, que a par de alguns direitos ou características “eventuais”, haverá outros que devem ser considerados basilares, sob pena de se desvirtuar todo o regime das obrigações. Estarão nesta situação o direito ao reembolso e o estabelecimento de um determinado prazo para que esse direito se vença (maturidade). Com efeito, ao contrário do que parece defender Florbela de Almeida Pires⁴⁰, estamos em crer que os dois pilares fundamentais do regime das obrigações são: 1) o direito ao reembolso e 2) a maturidade do título. De facto, ninguém ignora que é absolutamente essencial que quem empresta (mutuante) seja reembolsado mas, por outro lado, se não for estabelecido um determinado prazo de maturidade, nunca haverá verdadeiramente direito a esse reembolso⁴¹. Já no que se refere ao direito ao juro, a existência das chamadas “obrigações de cupão 0”⁴² ou

⁴⁰ “As obrigações são geralmente contrapostas às acções, na medida em que, na perspectiva da sociedade emitente, representam dívida, a qual, em princípio, vencerá juros e deve ser reembolsada. O direito ao pagamento do juro e ao reembolso são, assim, os dois direitos principais que definem situação jurídica do obrigacionista”. *Idem*, pp. 931, III, 7.

⁴¹ Neste sentido, as chamadas *obrigações perpétuas*, ainda que admitidas por força do disposto no art. 1º/g) do CVM, deveriam receber o tratamento próprio de outros valores mobiliários atípicos, sem uma recondução automática para o regime das obrigações. De facto, uma obrigação sem prazo de vencimento poderá, na prática, impedir o reembolso do capital, caso em que se passaria do plano do mútuo para um produto financeiro complexo, derivado ou estruturado com risco máximo de perda (por indisponibilidade) do capital.

⁴² Obrigações que não dão direito ao pagamento de um juro periódico, sendo vendidas abaixo do par como forma de remunerarem o investidor. Embora seja estabelecido, de facto, um diferencial que em teoria servirá de remuneração ao investidor, temos alguma dificuldade em encarar esta possibilidade como um efectivo direito ao juro sobre o capital, primeiro porque a evolução das taxas de juro de mercado pode corresponder, na prática e por efeito da inflação, a uma rentabilidade igual a zero ou mesmo negativa e, em segundo lugar, porque o juro, em si mesmo, pressupõe um pagamento proporcional ao risco assumido e ao tempo de duração do empréstimo.

de obrigações com juro e plano de reembolso dependentes e variáveis em função dos lucros (art. 360º/b) do CSC) parece apontar para um requisito, no mínimo, negociável ou ajustável, pelo que não deverá, salvo melhor opinião, ser considerado um direito principal ou estruturante das obrigações comerciais.

Por outro lado, além dos direitos “típicos” ou principais, podem ser ainda atribuídos aos investidores outros direitos acessórios, organizados em função dos objectivos pretendidos com o financiamento e com os próprios termos da operação, nomeadamente: a) concessão de garantias especiais para efeitos de cumprimento dos termos da emissão obrigacionista; b) atribuição de opções de compra ou direitos de conversão em acções; c) compromisso de tratamento igualitário dos obrigacionistas face a outros titulares de dívida; etc.

3.1. Antecedentes

O regime das “obrigações convertíveis em acções” foi inicialmente introduzido na ordem jurídica portuguesa através do Decreto-lei 397/71, de 22 de Setembro, no seguimento da aprovação de várias medidas de política económica apostadas em facilitar o acesso dos aforradores a alternativas de poupança, assegurando, em contrapartida, o acesso das empresas a capitais para financiamento das suas estruturas ou operações.

Pela sua importância descritiva, não podemos deixar de transcrever alguns pontos-chave do preâmbulo daquele diploma:

“A criação de novas modalidades de aplicação de poupanças tem constituído preocupação do Governo e insere-se na orientação traçada, quer no Plano de Fomento em curso, quer nas leis de autorização das receitas e despesas referentes aos últimos anos. Com efeito, a diversificação das formas de aplicação de capitais facilita, para o detentor de poupanças, a escolha das modalidades que melhor se adaptem às suas motivações de investimento, podendo, assim, incrementar a mobilização dessas poupanças para o financiamento do desenvolvimento económico e social.

Os chamados «depósitos de poupança», recentemente criados, bem como os fundos de investimentos mobiliários, previstos pelo Decreto-Lei n.º 46302, de 27 de Abril de 1965, e regulamentados pelo Decreto n.º 46342, de 20 de Maio do mesmo ano, constituem exemplos daquela diversificação quanto aos instrumentos tradicionais do mercado financeiro. E em idêntica linha se inscreve a criação de novos tipos de valores mobiliários, entre os quais se evidenciam as obrigações convertíveis em acções.

A experiência registada no estrangeiro, tanto em mercados nacionais como internacionais, demonstra que este tipo de obrigações, dadas as suas características específicas, é um instrumento capaz de suscitar elevado interesse por parte dos investidores e representa, simultaneamente, processo adequado de financiamento das empresas.

Na realidade, conjugando elementos próprios de dois títulos diferentes, as obrigações convertíveis não só oferecem ao seu detentor, se e enquanto a conversão não for pedida, os direitos titulados por uma obrigação simples, nomeadamente o direito a receber um rendimento fixo e a ser reembolsado segundo um esquema conhecido, como também a possibilidade de, por sua livre decisão, se tornar accionista da sociedade, nas condições de antemão estabelecidas.

Este processo de financiamento permite às empresas obter recursos que melhor se adaptem às características dos respectivos investimentos e equilibrar mais facilmente a estrutura dos capitais que são postos à sua disposição.⁴³

De referir apenas que, apesar da pretendida “abertura” a novos mecanismos de aforro e captação de capitais para financiamento, o regime era, ainda assim, algo restritivo. Com efeito, apenas as empresas cotadas nas Bolsas de Valores de Lisboa ou Porto podiam emitir obrigações convertíveis e, para tanto, deveriam solicitar previamente autorização do Ministro das Finanças. Por outro lado, apesar de se tratar de um mecanismo de financiamento ao dispor da empresa (e que, tradicionalmente, competiria ao Conselho de Administração avaliar e decidir), era atribuída à assembleia geral de accionistas a competência para deliberar sobre a emissão das obrigações e sobre as condições específicas que lhe seriam aplicáveis.

3.2. Regime actual

A disciplina das obrigações convertíveis em acções consta actualmente dos artigos 365º e ssg. do Código das Sociedades Comerciais. Em traços gerais, a lei distingue duas modalidades de obrigações convertíveis: as convertíveis em acções representativas do capital social do emitente e as convertíveis em acções que este detenha no seu balanço (art. 365º/1).

À partida, a conversão em acções representativas do capital social implicará um aumento de capital de montante equivalente ao das acções “a converter”, menos as eventuais acções

⁴³ Decreto-lei 397/71, de 22 de Setembro, disponível em:

<http://www.dre.pt/cgi/dr1s.exe?t=dr&cap=1-1200&doc=19711714%20&v02=&v01=2&v03=1900-01-01&v04=3000-12-21&v05=&v06=&v07=&v08=&v09=&v10=&v11=%27Decreto-Lei%27&v12=&v13=&v14=&v15=&sort=0&submit=Pesquisar>

próprias que a sociedade detenha na sua contabilidade⁴⁴. Com efeito, o regime constante dos artigos 366º e seguintes, com as referências ao aumento de capital, ao direito de preferência a atribuir aos accionistas e a proibição de alterações na sociedade enquanto for possível o exercício do direito de conversão, demonstram a preocupação do legislador com vicissitudes próprias da alteração das participações sociais resultantes de um aumento de capital.

No que se refere especificamente à proposta de deliberação (art. 366º/2), é expectável que a lei imponha um certo nível de concretização e densificação do próprio processo de emissão de obrigações e da eventual conversão em acções. Com efeito, tratando-se de uma opção que corre por conta do obrigacionista (e não por conta do emitente, como será o caso das *reverse convertibles* que analisaremos mais à frente), razoável será que se especifique a) o quantitativo global da emissão e os motivos que a justificam; b) o valor nominal das obrigações e o preço por que serão emitidas e reembolsadas; c) a taxa de juro e o plano de amortização do empréstimo; e d) as bases e os termos da conversão. O art. 366º/2 refere-se ainda às hipóteses de supressão do direito de preferência dos accionistas na subscrição das obrigações convertíveis e de opção pela subscrição particular, as quais deverão ser objecto de indicação precisa na proposta de deliberação que vier a ser votada.

Quanto ao *quorum*, prevê o art. 366º/1 que a deliberação seja tomada pela maioria prevista nos estatutos, a qual não deverá ser inferior à exigida para a deliberação de aumento de capital por novas entradas. Sempre que se mostre necessário proceder ao aumento de capital da sociedade para satisfazer os pedidos de conversão (art. 366º/3), este deverá ser deliberado em conjunto com a deliberação de emissão de obrigações convertíveis, aplicando-se-lhes o disposto nos artigos 383º/2 e 386º/3 do CSC⁴⁵.

Em matéria de juros, cabe salientar que a lei atribui aos obrigacionistas o direito a receberem os valores acordados até ao momento da conversão, o qual, para este efeito, se reporta sempre ao termo do trimestre em que o pedido de conversão é apresentado (art. 369º/1). Por outro

⁴⁴ A não ser que as acções próprias detidas sejam suficientes para satisfazer os pedidos de conversão, caso em que não será necessário proceder ao aumento de capital.

⁴⁵ Art. 383º/2: “*Para que a assembleia geral possa deliberar, em primeira convocação, sobre a alteração do contrato de sociedade, fusão, cisão, transformação, dissolução da sociedade ou outros assuntos para os quais a lei exija maioria qualificada, sem a especificar, devem estar presentes ou representados accionistas que detenham, pelo menos, acções correspondentes a um terço do capital social.*”

Art. 386º/3: “*A deliberação sobre algum dos assentos referidos no n.º 2 do artigo 383.º deve ser aprovada por dois terços dos votos emitidos, quer a assembleia reúna em primeira quer em segunda convocação.*”

lado, deve ainda constar das condições de emissão o regime de atribuição de dividendos às acções em que as obrigações se converterem no exercício durante o qual ocorra a conversão (369º/2).

3.3. O Regulamento nº 15/2002 da CMVM

Analisado, de forma necessariamente superficial, o regime das obrigações convertíveis constante do CSC, caberá agora avaliar e discutir alguns dos aspectos mais importantes do Regulamento aprovado pela CMVM sobre o reconhecimento dos valores mobiliários convertíveis por opção do emitente (VMCOE) e dos valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis (VMOC).

Também aqui, o preâmbulo do diploma (na sua versão original) poderá ajudar a enquadrar a questão que cumpre analisar:

“Tem-se assistido nos mercados internacionais a um desenvolvimento crescente de valores mobiliários convertíveis diversos das obrigações convertíveis em acções entre nós previstas no Código das Sociedades Comerciais. Atento o princípio de tipicidade consagrado no art. 1.º do Código dos Valores Mobiliários, a não previsão legal destas novas figuras na ordem jurídica nacional representa uma desvantagem competitiva. Assim, o presente regulamento procede ao reconhecimento, para efeitos do n.º 2 do artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários, de valores mobiliários convertíveis por opção do emitente e de valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis.

Os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente correspondem à figura internacional dos reverse convertibles. Tecnicamente, este instrumento associa uma obrigação de tipo clássico com a venda pelo investidor ao emitente de uma opção de venda do activo subjacente. O exercício desta opção, por sua vez, surge condicionada a que na data relevante o valor do activo subjacente esteja abaixo de um valor de referência fixado. Se a cotação do activo subjacente estiver acima do valor de referência fixado, o emitente reembolsa o valor nominal (artigo 2.º, alínea a) do presente regulamento); se a cotação do activo subjacente for igual ou inferior ao valor de referência fixado o emitente pode entregar acções ou obrigações ou o seu contravalor em dinheiro (artigo 2.º, alínea b) do presente regulamento).

Por seu turno, os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis têm como característica principal e distintiva a obrigação de os emitentes procederem ao seu reembolso em espécie na data de vencimento, através da entrega de acções ou de obrigações.

Com estes novos tipos de valores mobiliários a CMVM acrescenta ao elenco dos actualmente admitidos dois instrumentos representativos de dívida que não têm, tipicamente, capital garantido. Nessa medida, os especiais riscos do investimento aconselharam a que fosse ponderada a inclusão de menções obrigatórias em toda a publicidade respeitante a estes instrumentos. Assinale-se que o regulamento não proíbe que, adicionalmente aos direitos principais caracterizadores do tipo, seja assegurado ao titular o direito a juros ou a outros rendimentos.

(...)

Além do regime especificamente tratado no presente regulamento, é mandado aplicar aos instrumentos ora reconhecidos o regime jurídico dos warrants autónomos. Essa aplicação, já ensaiada na prática recente da CMVM a propósito do regulamento dos certificados, assenta na constatação da adequação desse regime de supervisão e informativo para acautelar os interesses em presença nos tipos ora reconhecidos, por igualmente assentarem na referência a um activo subjacente.”⁴⁶ (sublinhado nosso)

Este regulamento introduziu, assim, dois tipos de instrumentos de dívida que, apesar de reconhecidos no âmbito dos mercados de capitais internacionais, ainda não tinham merecido acolhimento na nossa ordem jurídica, sobretudo em resultado da estrutura “fechada” da anterior versão do Código de Valores Mobiliários. Com efeito, apesar do número 1 do artigo 1º apontar para uma enumeração exemplificativa dos valores mobiliários reconhecidos⁴⁷, a

⁴⁶ Regulamento da CMVM nº 15/2002, disponível em:

http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos%20%C3%A1rea%20antiga/2002/Documents/7acf67fd7b7a4667b17c736098935b51reg2002_15.pdf

⁴⁷ 1 — São valores mobiliários, além de outros que a lei como tal qualifique:

a) As acções;

b) As obrigações;

c) Os títulos de participação;

d) As unidades de participação em instituições de investimento colectivo;

e) Os direitos à subscrição, à aquisição ou à alienação de valores mobiliários referidos nas alíneas anteriores, que tenham sido emitidos de modo autónomo;

f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas anteriores a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão.

2 — Por regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, neste Código abreviadamente designada CMVM, ou, tratando-se de valores mobiliários de natureza monetária, por aviso do Banco de Portugal, podem ser reconhecidos como valores mobiliários outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas que visem, directa ou indirectamente, o financiamento de entidades públicas ou privadas e que sejam emitidos para distribuição junto do público, em circunstâncias que assegurem os interesses dos potenciais adquirentes.

própria formulação do preceito - apontando para “outros que a lei como tal qualifique” - conjugada com o nº 2 em que se prevê o reconhecimento como valores mobiliários, por regulamento da CMVM, de outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, resultava, na prática, na restrição do leque de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado português.

O Regulamento 15/2002 foi entretanto modificado pelo Regulamento da CMVM nº 10/2007⁴⁸, de forma a ajustá-lo às alterações legislativas entretanto aprovadas, nomeadamente as resultantes da entrada em vigor do Decreto-lei nº 66/2004 que alterou o artigo 1º do CVM, acrescentando-lhe a alínea g) ao seu número 1, nos termos da qual serão ainda considerados valores mobiliários “outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado”. Contudo, no essencial, o regime manteve-se inalterado.

Avançando para o conceito de “valores mobiliários convertíveis por opção do emitente” (art. 2º do Regulamento 15/2002), podemos caracterizá-los como “valores mobiliários” que (1) atribuem um direito de crédito ao seu titular e (2) permitem ao emitente cumprir a sua obrigação optando por uma de duas prestações em alternativa (art. 543º do Código Civil), nos termos que tiverem sido fixados na deliberação de emissão: ou mediante o reembolso do valor nominal do VMCOE ou pela entrega em espécie de acções ou obrigações ou do seu contravalor em dinheiro. No entanto, o emitente apenas poderá optar pela entrega em espécie dos títulos ou do seu contravalor quando “o valor do activo subjacente, apurado na data de vencimento ou em data próxima a esta, for inferior ao valor de referência fixado na deliberação de emissão” (art. 2º/2 do Regulamento 15/2002). Normalmente, este “valor de referência” corresponderá ao valor de mercado do activo subjacente na data de emissão⁴⁹ ou a um valor aproximado, pelo que, na prática, é assegurado ao investidor o direito a receber ou o valor nominal que investiu no VMCOE (reembolso nominal) ou um activo subjacente “a desconto” face ao valor apurado (valor de referência) na data da deliberação.

A dúvida poderá surgir relativamente a este “desconto” face ao valor de referência, sobretudo por tal poder implicar, na perspectiva do investidor, perda de parte ou da totalidade do capital

⁴⁸ Regulamento da CMVM nº 10/2007, disponível em:

http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos%20%C3%A1rea%20antiga/2007/Pages/Reg2007_a10.aspx

⁴⁹ Calculado com base na projecção do valor intrínseco desse instrumento por referência à data de vencimento (Valor actual líquido ou VAL).

investido. Cristina Sofia Dias (2002: 4) avança com um exemplo que pode ajudar a compreender o mecanismo de funcionamento deste instrumento:

“Imagine-se que o emitente Y delibera a emissão de VMCOE a 10 euros, com um valor nominal de 10 euros, tendo como activo subjacente a acção X. A maturidade do instrumento é de 3 anos e o valor de referência fixado na deliberação de emissão é de 10 euros. Se na maturidade a acção X estiver a 15 euros o investidor recebe 10 euros por VMCOE. Se a acção estiver a 9,5 euros, o investidor recebe 9,5 euros (ou a acção), portanto, um valor inferior ao montante investido e ao valor nominal do instrumento.”⁵⁰

Repare-se que, no limite, o investidor poderá perder todo o capital investido, o que acontecerá, por exemplo, se o activo subjacente ficar sem valor por força de uma situação de insolvência da empresa. Obviamente, esta será uma situação altamente improvável (dado que, mesmo insolventes, dificilmente as empresas vêm as suas acções atingirem um valor residual próximo de zero), além de que, via de regra, o eventual risco de crédito ou de incumprimento acaba por estar contabilizado no preço do próprio título, aumentando consideravelmente o juro exigido pelo capital mutuado até à conversão ou uma taxa de desconto substancial face ao valor de referência constante da deliberação de emissão do VMCOE.

Em situações normais de mercado e considerando o risco médio deste tipo de instrumentos, a grande vantagem destes VMCOE estará, na perspectiva do investidor, no recebimento de um juro mais elevado (comparativamente com as obrigações típicas) ou na eventual aplicação de uma maior taxa de desconto face ao valor de mercado do activo subjacente na data de emissão, o que permite ao investidor, mesmo na hipótese de conversão sem reembolso do valor nominal mutuado, obter participações sociais de uma determinada empresa a um preço considerado “justo” face ao valor de referência fixado⁵¹.

Na perspectiva da sociedade emitente, as vantagens são óbvias, quer no que se refere à dedução dos custos com o financiamento aos resultados operacionais, originando ganhos de

⁵⁰ Dias, Cristina Sofia, Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas, Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários, nº 15, Dezembro de 2002, pág. 4, disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/7c6aaa1056084f1caa5923b734dabe20CDias.pdf>

⁵¹ Desde que, obviamente, essas condições estejam fixadas na própria deliberação de emissão, com indicação concreta dos termos da conversão, da taxa de desconto aplicável e da limitação da opção de entrega do “contravalor” a um preço abaixo do par.

eficiência fiscal, quer por força da atribuição de uma alternativa ao cumprimento da obrigação de reembolso, entregando o valor nominal ou títulos com valor equivalente, nos termos e condições previamente estabelecidas pela sociedade aquando da deliberação de emissão.

O regulamento permite ainda que o emitente dos VMCOE utilize como activo subjacente índices sobre valores mobiliários negociados em bolsa, ou índices sobre índices, desde que os mesmos sejam apurados por uma entidade gestora de mercados regulamentados ou que sejam utilizados como referência nos mercados internacionais (art. 5º/2/1ª parte). Serão ainda admitidos como activo subjacente cabazes de valores mobiliários construídos pelo emitente ou por pessoa colectiva que com aquele esteja em relação de domínio ou de grupo, desde que esses valores mobiliários apresentem uma elevada liquidez (art. 5º/2/2ª parte). De referir que, apesar de estarmos perante alguns instrumentos que não permitem a entrega física aparentemente pressuposta no art. 1º/1/b) do regulamento – tratam-se de instrumentos em que, à partida, apenas está assegurada a liquidação financeira – a proximidade de regime e a própria estrutura desses títulos, sobretudo em matéria de negociação em mercado regulamentado e garantia de elevada liquidez, justifica o reconhecimento e aceitação destes valores mobiliários.

Em matéria de regime aplicável, cabe destacar que o regulamento remete especificamente para a disciplina dos “warrants autónomos” (art. 12º), sobretudo – segundo parece razoável admitir – por estar em causa um valor mobiliário com possibilidade de liquidação (física ou financeira) por recurso ou referência a um activo subjacente. Podemos também concluir, com Cristina Sofia Dias (2002: 13), que:

“Materialmente, esta opção é ainda justificada por o regime dos warrants assentar no mesmo tipo de preocupações de supervisão e informativas. Com efeito, tanto nos warrants como nos certificados, a existência de um activo subjacente obriga a facultar ao investidor informação sobre ambos, impondo à autoridade de supervisão uma atenção constante quanto à evolução dos dois activos e da relação que entre ambos se estabelece.

Nos valores mobiliários convertíveis e condicionados por eventos de crédito fazem-se sentir essas mesmas preocupações. Com efeito, tratam-se de valores em que a existência de um activo subjacente (salvaguardado o sentido especial que este tem nos VMCEC), fundamenta a aplicação do regime dos warrants. Por outro lado, a natureza de valores mobiliários-instrumentos financeiros derivados que se detecta em todos eles apela à sua sujeição a regras que não sejam muito diferentes e que permitam estabelecer as pontes necessárias entre os vários tipos. Acresce que a circunstância de o mercado de warrants ter já dois anos [por referência à

data de publicação do artigo] de vida permite utilizar com certa desenvoltura conceitos que foram já objecto de teste pelos agentes de mercado.”⁵²

3.4. As obrigações contingentes convertíveis

Conforme já tivemos oportunidade de realçar, a crise financeira que se abateu sobre os mercados internacionais desde finais de 2007, principalmente após a implosão da bolha especulativa do mercado de obrigações hipotecárias *subprime*, traduziu-se, de uma forma mais ou menos generalizada, num sentimento de desconfiança face à solvabilidade e estabilidade financeira das instituições bancárias, lançando os mercados accionistas num longo período de perdas acentuadas (o que, na gíria dos mercados, se designa por “*Bear Market*”). Apesar das recuperações iniciadas em Março de 2009, o facto é que os mercados accionistas revelam, ainda hoje, diversas fragilidades, com a crise da dívida soberana da zona euro e os diversos resgates internacionais a alguns países europeus a contribuírem para o avolumar das preocupações dos investidores.

Se, nalguns casos, foram os Estados, as suas dívidas públicas e os seus défices orçamentais a contribuir para esse sentimento de desconfiança e a arrastar, em consequência, os mercados accionistas e a economia geral para cenários de forte retracção, noutros a génese do problema encontra-se do lado das próprias instituições bancárias e das actividades de alto risco que desenvolveram durante anos⁵³.

Do ponto de vista dos bancos e das entidades responsáveis pela supervisão e regulação do sistema bancário, tornou-se claro que os problemas não poderiam ser resolvidos apenas por referência aos montantes totais de capitais próprios detidos por cada instituição. A questão

⁵² Dias, Cristina Sofia, ob. cit., pág. 13.

⁵³ A crise em Espanha é um dos exemplos paradigmáticos e mais recentes do contágio dos problemas estruturais e conjunturais do sistema financeiro ao próprio Estado. Com o colapso do sector imobiliário, as empresas do sector (fortemente alavancadas) viram-se impedidas de cumprir com as suas obrigações para com credores e muitas foram obrigadas a encerrar, lançando milhares de pessoas no desemprego e contribuindo para uma diminuição brutal da actividade económica do país, com consequências particularmente gravosas ao nível da solvabilidade da própria banca. Ao contrário de Portugal, em que o déficit e a dívida pública ultrapassavam largamente os níveis de referência do Tratado de Maastricht, Espanha tinha ainda um rácio de dívida relativamente tolerável de 68,5% em 2011, embora os próprios representantes oficiais do governo admitissem um aumento para cerca de 80% no decorrer do ano de 2012, em resultado, principalmente, das transferências para o fundo de resgate da banca e para as províncias e regiões espanholas altamente endividadas.

passava agora – sobretudo – pela qualidade desses fundos próprios e pela sua capacidade para “absorver” prejuízos ou perdas financeiras.

É neste contexto que surgem as obrigações contingentes convertíveis, desenhadas e projectadas com o específico propósito de serem capazes de captar investimento em situações de total impossibilidade de recurso a aumentos de capital e permitirem o reforço de capitais próprios susceptíveis de conterem o impacto de prejuízos ou perdas financeiras consideráveis, suportando, juntamente com os demais detentores de acções da sociedade, os efeitos desses eventos de crédito.

Apelando novamente aos ensinamentos de Alexandre Mota Pinto (2012), podemos afirmar que:

Os “«CoCos» permitem justamente reforçar a almofada de capital dos bancos que absorve e compensa a verificação de perdas, em situações de crise —prevendo-se, por exemplo, a conversão das obrigações em ações se o rácio de Core Tier 1 Capital descer abaixo dos 8%.

O Memorando de Entendimento celebrado em 3 de maio de 2011, entre Portugal e o FMI, o BCE e a Comissão Europeia, na parte relativa ao sector financeiro (n.º 2 do Memorando), contém dois parágrafos sobre as «almofadas de capital» dos bancos, prevendo que as instituições de crédito portuguesas apresentem um rácio de fundos próprios de base («core Tier 1 capital») de 9 %, no final de 2011 e de 10 %, no final de 2012 (parágrafo 2.3. do Memorando). Caso os bancos não atinjam estas metas, no prazo previsto, o Memorando prevê que o reforço dos fundos próprios de base será transitoriamente efetuado através de financiamento público (eventualmente, através de «CoCos»), salvaguardando contudo que o controle da gestão dos bancos continuará nos accionistas privados e que estes têm uma opção de recompra das participações que o Estado venha a adquirir (parágrafo 2.4. do Memorando).”⁵⁴

Apesar do ambiente adverso⁵⁵, os maiores bancos portugueses conseguiram finalizar os seus processos de recapitalização, quer através de operações dirigidas apenas ao público (caso do BES), quer através de operações asseguradas em parte pelo Estado e em parte por subscrição pública (casos do Banco BPI e Millennium BCP), sendo expectável que cumpram com os rácios de capital exigidos pelo regulador.

⁵⁴ Pinto, Alexandre Mota, ob. cit., pág. 1.

⁵⁵ O simples anúncio do lançamento de uma operação de aumento de capital de uma sociedade cujos títulos estejam sobre alguma pressão vendedora, poderá ser o suficiente para arrastar a cotação para novos mínimos, por efeito do “desconto” do efeito de diluição do capital e dos resultados por acção face à entrada de novos accionistas.

Considerando os termos e condições da operação de financiamento do Banco BPI, com recurso aos CoCo's e com a recente amortização de parte do capital subscrito pelo Estado, optaremos por analisar esta operação de forma mais detalhada, dedicando-lhe um capítulo próprio.

3.4.1. Conceito

Em traços gerais, os instrumentos de capital contingente correspondem a uma espécie de opção de venda (*put option*), nos termos da qual será admitida a emissão posterior e eventual de novas acções (*equity*) em condições previamente negociadas. A emissão é despoletada pela ocorrência de um determinado evento, previsto aquando da deliberação de emissão, resultando na emissão de novo capital para reforço dos fundos próprios do emitente.

As obrigações contingentes convertíveis serão, assim, uma espécie do género “capital contingente”, com características próprias dos instrumentos de dívida (correspondem a dívida de longo prazo, normalmente subordinada), com uma taxa de juro fixa e que podem ser automaticamente convertidas em novas acções por efeito da ocorrência de certos eventos ou verificação de condições previamente contratualizadas (*triggers*), transformando anteriores obrigacionistas em accionistas.

Do ponto de vista jurídico, estaremos perante o que se poderá chamar de obrigações “sob condição suspensiva” (art. 270º do Código Civil), uma vez que as partes fazem depender de um acontecimento futuro e incerto a produção de certos efeitos jurídicos, ou seja, e neste caso em particular, a conversão dos anteriores títulos de dívida em participações sociais:

Artigo 270.º

(Noção de condição)

As partes podem subordinar a um acontecimento futuro e incerto a produção dos efeitos do negócio jurídico ou a sua resolução: no primeiro caso, diz-se suspensiva a condição; no segundo, resolutive.

Contudo, o regime geral constante do Código Civil não poderá ser aplicado “em bloco” a este novo tipo de obrigações contingentes convertíveis. De facto, a produção de efeitos retroactivos com referência à data da conclusão do negócio (art. 276º do C.C.) não tem razão de ser no domínio das CoCo's, principalmente por força de uma impossibilidade lógica: um

obligacionista que, por força da verificação de uma determinada condição, se transforma em accionista não passa, por essa razão, a ter uma posição jurídica equivalente à dos accionistas que já o eram. Se assim fosse, o novo accionista teria direito, pelo simples efeito da conversão, a quinhão nos ganhos (art. 21º/1/a) do CSC) da sociedade desde a data em que subscreveu a obrigação convertível, o que, na prática, poderia implicar o pagamento de dividendos retroactivos de vários exercícios. Isto, para não falar do restante reajustamento da posição jurídica dos anteriores accionistas face aos novos accionistas (participação em deliberações relevantes, contagem dos votos, etc.)

Já o dever de actuação segundo os ditames da boa fé (art. 272º do CC) e o reconhecimento do direito a praticar actos conservatórios durante a pendência da condição (art. 273º do CC) são aspectos perfeitamente ajustados à natureza e finalidades do instrumento.

De referir apenas que a “flexibilização” do regime aplicável às condições suspensivas constantes de qualquer negócio jurídico estará totalmente acautelada pelo princípio da autonomia privada (art. 405º do CC) e pela existência de um regime especial mais próximo do conteúdo típico das obrigações contingentes convertíveis: o das obrigações convertíveis, constante dos arts. 365º e ssg. do CSC.

3.4.2. Delimitação face a outros instrumentos de capital contingente

As obrigações contingentes convertíveis são, como já tivemos oportunidade de frisar, um dos subtipos do tipo “capital contingente”, mas muitos outros instrumentos, com características mais ou menos próximas daquelas primeiras, podem ser subsumidos nesta categoria geral sem que, contudo, devam ser considerados e avaliados pelo mesmo prisma dos CoCo’s. Estão nesta situação, designadamente, os seguintes instrumentos⁵⁶:

- a) Obrigações com possibilidade de amortização total antecipada (*write-down bonds*): tratam-se de instrumentos em que o emitente surge investido no direito de “reduzir” ou amortizar total e antecipadamente, o valor da dívida emitida. A grande diferença face aos CoCo’s é que neste tipo de valores mobiliários não existe emissão superveniente de capital que possa ser utilizado para reforçar capitais próprios, embora as

⁵⁶ Záhres, Meta, Contingent Convertibles, Bank bonds take on a new look, Deutsche Bank Research, Maio 2011 (Online), disponível em: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000273597.pdf

responsabilidades de crédito sejam efectivamente reduzidas e o valor constante do passivo sofra uma redução de montante equivalente ao das obrigações amortizadas;

- b) Obrigações com cláusula de amortização temporária (*temporary write-down bonds* ou *step-up, step down bonds*): representam dívida contingente dado que admitem uma redução do seu valor nominal perante a verificação de um determinado evento pré-contratualizado (*trigger event*). No entanto, apresentam também um potencial de valorização caso se verifiquem determinadas circunstâncias previamente acordadas pelo que, na prática, o efeito de redução nominal poderá manter-se apenas enquanto não for feito o ajustamento de revalorização⁵⁷;
- c) Obrigações automaticamente convertíveis com opção de compra (*Call Option Enhanced Reversible Convertibles* ou *COERC's*): apesar de ainda não passarem de propostas teóricas, tratam-se de instrumentos de dívida contingente automaticamente convertíveis a uma taxa de conversão inferior ao preço de efectivação (*trigger*), com a atribuição simultânea de uma opção de recompra dos títulos (*buy-back option*)⁵⁸.

3.4.3. Riscos de estruturação e funcionamento

Um dos principais problemas relacionados com a emissão obrigações contingentes convertíveis refere-se à própria fórmula de base que os emitentes podem utilizar. De facto, afora os aspectos mais formais de enquadramento jurídico da condição suspensiva e da informação que deve ser prestada ao investidor, surgem muitos outros elementos que devem merecer uma atenção especial por parte de todos os envolvidos na operação.

Desde logo, coloca-se a questão de saber qual será o justo valor a exigir pela subscrição da obrigação e pela manutenção da álea do contrato subjacente. Nas obrigações convertíveis tradicionais, a posição jurídica do subscritor corresponde à de um obrigacionista a quem é atribuída uma opção de compra (ou opção de subscrição, em bom rigor) das acções que

⁵⁷ Estas obrigações estruturadas já circulam nos mercados financeiros internacionais há algum tempo, embora a sua “viabilidade” como instrumento de reforço de capitais próprios esteja, à partida, limitada pela “transitoriedade” da redução nominal das responsabilidades financeiras da empresa. Como veremos mais à frente, tanto os acordos de Basileia, como as instruções de vários reguladores nacionais e internacionais, apontam no sentido de que apenas serão considerados “fundos próprios” os instrumentos em que a capacidade de absorção de prejuízos e perdas financeiras seja permanente.

⁵⁸ Cfr. Pennacchi, G., T. Vermaelen and C.C.P. Wolff (2010), *Contingent Capital: The Case for COERCs*, Insead Business School Working Paper, Agosto 2010 (Online), disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1711021

vierem a ser emitidas para satisfazer os pedidos de conversão. Assim, a taxa de juro a que as obrigações forem emitidas deverá reflectir os riscos de incumprimento do empréstimo (reembolso do capital), descontando-se o impacto da concessão da opção de converter dívida em participações da sociedade, eventualmente beneficiando de uma valorização futura dos títulos.

Nas obrigações contingentes convertíveis ocorre, exactamente, a situação inversa. O subscritor dos títulos deve contar não só com o risco de incumprimento, mas também com o risco de ver os seus títulos convertidos em acções numa situação potencialmente desfavorável (o que acontecerá, por exemplo, se o *trigger* de conversão for definido por referência à queda da cotação abaixo do valor contabilístico por acção, situação que normalmente reflecte uma desconfiança generalizada do mercado sobre a solvabilidade ou capacidade operacional da empresa). O juro a suportar pelo emitente deverá ser, portanto, superior ao das obrigações convertíveis tradicionais, embora deva ser inferior ao custo de emissão de novas acções⁵⁹.

Outro aspecto a considerar tem a ver com a escolha do critério de conversão (*trigger*). Isto porque, logo à partida, haverá que procurar conciliar os interesses conflitantes de 3 grupos distintos:

- a) Dos reguladores e demais autoridades de supervisão do sistema financeiro (bancário ou não), em que a tónica estará colocada do lado da capacidade permanente destes instrumentos para absorverem prejuízos em alturas de maior dificuldade para as instituições emitentes;

⁵⁹ *In the presence of certain frictions, equity could be more socially expensive to issue than straight debt. One reason given for this is that equity generates agency problems when there is a lot of free cash in a firm. Managers of a firm could have an incentive to use the cash to make investments that yield them private benefits but the costs of which are incurred by equity holders (Jensen and Meckling (1976)). Having more debt in a firm's capital structure mitigates this agency problem by reducing the amount of cash that is freely available to invest in inefficient activities. Managers must make payments to debt holders to avoid insolvency whereas they could defer dividend payments to equity holders and not trigger insolvency (Jensen (1986)).(4) Another reason why it might also be relatively more expensive to issue equity than debt is that a bank could face an adverse selection problem when issuing capital instruments (Myers and Majluf (1984)). Investors could demand a discount if they are concerned that bank management and existing equity holders have private information about the quality of a bank's assets.(5) A lower-risk firm can reduce any adverse selection discount by issuing securities whose values are less sensitive to its private information, which could be debt. Cfr. Murphy, Gareth, Mark Walsh e Matthew Wilson, Precautionary Contingent Capital (2012), Financial Stability Paper n° 16, Banco de Inglaterra, Maio 2012, pág. 7 e ssg., disponível em: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/fs_paper16.pdf*

- b) Dos anteriores accionistas que procurarão bloquear a conversão, evitando o efeito de diluição das suas participações;
- c) Dos investidores potencialmente interessados em subscrever os títulos, por estarem perante instrumentos relativamente novos em que não será fácil “valorizar” a margem de risco associada e ajustar a taxa de rendibilidade apropriada.

A escolha do critério ou evento que despoletará a conversão do instrumento será, assim, de suma importância para o sucesso de uma determinada oferta de CoCo's. Com efeito, se a conversão for meramente eventual não serão preenchidos os requisitos exigidos pelos reguladores, enquanto, por exemplo, uma conversão total por efeito da decisão do regulador nacional sobre a solvabilidade do emitente, irá certamente ao encontro das exigências dessa entidade, mas dificilmente contará com o interesse de muitos investidores (por estar dependente da decisão discricionária de um terceiro, com interesses eventualmente conflitantes com os do subscritor)⁶⁰.

⁶⁰ *“The trigger denotes the event that sets off conversion. Meeting the trigger is thus the key criterion for automatic conversion to stock. But it is precisely in determination of this trigger that the difficulty lies. (...) Also important is the trigger level, because this determines how “soon” conversion occurs. Basically, a distinction can be made between high and low conversion triggers. A high trigger (such as falling below a core capital ratio of 7%) means that the bonds can be converted relatively quickly when a bank suffers losses. Already, contingent capital with a high trigger – and hence CoCos too – have a positive impact with rating agencies and on ICAAP stress tests. On the other hand, a low trigger (e.g. falling below a 5% core capital ratio) would result in conversion taking place only in an “emergency”; in that case CoCos would act as insurance against hard times. This kind of instrument would appeal more to institutional investors as it clearly targets exceptional crisis situations and is thus easier to assess. The trigger level can therefore also be used to help fine-tune the purpose of CoCos: are these convertibles intended more as catastrophe bonds providing capital insurance in systemic crises (low trigger) or as a “continuous” pre-emptive buffer in hard times (high trigger)? There is another factor, too: the higher the trigger, the more expensive the CoCo because from the investor’s point of view a higher trigger implies a greater conversion risk. Market interest rates rise with the conversion risk. A low trigger, by contrast, would have the merit of making conversion less likely, and the risk premium for CoCos would therefore presumably be lower. (...) Then there is also the possibility of combining different triggers. One example is a dual trigger that must satisfy two conditions at the same time, e.g. the institution’s share price and an industry-wide index. (...) Essentially this dual trigger permits the recapitalisation of all issuing banks during a crisis whilst also allowing individual financial institutions to go bankrupt in “normal” periods. (...) So which trigger is best suited to supporting the optimal functionality of CoCos? Basically, the choice is between triggers based on market values with the attendant downside that these are subject to stochastic processes, and triggers based on balance sheet ratios entailing the disadvantages of potential manipulation. Whilst*

Dir-se-á que a simplicidade do critério de conversão (*trigger*) constitui a primeira linha de defesa do emitente no lançamento de uma oferta de subscrição de valores mobiliários contingentes e convertíveis. De facto, a escolha de um critério objectivo, transparente, facilmente compreensível e perfeitamente identificável, deverá ser capaz de reduzir substancialmente a assimetria de informação entre os agentes envolvidos na operação, reduzindo o risco potencial projectado pelos investidores. Poderão, assim, ser utilizados critérios relacionados com:

- 1) a descida dos rácios de capital abaixo de uma determinada percentagem;
- 2) o valor contabilístico dos activos ponderado pelo risco associado a esses mesmo activos;
- 3) valor de mercado da empresa (cotação x número de acções emitidas) por referência ao valor contabilístico (valor levado ao balanço);
- 4) entre outros.

3.4.4. Regime fiscal

O enquadramento fiscal das operações de financiamento através da emissão de instrumentos financeiros híbridos é um dos elementos chave no processo de escolha do mecanismo mais adequado para cada empresa, podendo, inclusivamente, servir como critério definitivo na

balance sheet ratios relate directly to the state of the company, as a rule they are reported only quarterly rather than on an on-going basis. Since this means that the firm's financial situation becomes apparent only every three months, the trigger is likewise updated quarterly. A special audit would be possible at any time, but it would have to be conducted very quickly and independently. Another crucial disadvantage of balance sheet figures is that they always depend on the underlying accounting methods, which may be exposed to political pressure and subject to arbitrage. A trigger based on book values thus always depends on the availability and quality of the balance sheet information. Another possibility would be to use the risk-weighted equity or capital ratios. Again, risk-weighted assets are determined only at the end of each quarter, but here too a special audit would always be possible. This method would have the added advantage of making conversion a more risk-appropriate event. A third possibility would be to use market prices, e.g. in the form of share prices. Bearing in mind that triggers should be as simple and transparent as possible, share prices would have the edge inasmuch as they can be followed and monitored regularly by investors as well as by the bank. The use of share prices also means that recapitalisation is an event in conformity with the market and not dependent on regulatory assessments. The downside, however, is that share prices are subject to stock market volatility. What is more, it would be possible to influence the conversion trigger through stock price manipulation." (sublinhado nosso) Cfr. Záhres, Meta, ob. cit., pp. 6 e ssg.

delimitação dos termos da própria operação. Como vimos acima, o financiamento por recurso a capitais mutuados (quer junto de instituições financeiras, quer através de ofertas de dívida dirigidas ao público) tem, à partida, a vantagem óbvia de os encargos suportados com essas operações (custos administrativos, juros, etc.) poderem ser deduzidos ao resultado operacional, o que se traduz numa diminuição da base tributável e, conseqüentemente, numa redução do imposto a liquidar. Por seu turno, o financiamento através de aumentos de capital, acaba por não ter qualquer efeito fiscal imediato (à partida, apenas os custos com o lançamento da oferta poderão ser deduzidos aos resultados), sendo que o resultado líquido a distribuir através do pagamento de dividendos será, em geral, duplamente tributado, quer por incidir IRC sobre o montante que depois será distribuídos aos accionistas, quer por esses dividendos serem posteriormente tributados em sede de imposto sobre o rendimento após a distribuição ou colocação à disposição (IRS ou IRC, consoante o beneficiário)⁶¹.

Antes de avançarmos para uma análise mais detalhada do impacto fiscal dos instrumentos financeiros híbridos, caberá distinguir entre os efeitos ou conseqüências fiscais na perspectiva do financiamento da sociedade e os relacionados com a perspectiva dos investidores que subscreverem esses instrumentos. No primeiro caso, teremos de analisar a operação enquanto gasto do exercício (art. 23º do CIRC) ou, para usar a terminologia do anterior Plano Oficial de Contabilidade (POC), como despesas do exercício. No segundo, estaremos perante um rendimento (ou receita), o qual será tributado em sede de IRS ou IRC, consoante se trate de pessoa singular ou colectiva.

Perspectiva de Financiamento

A possibilidade de considerar os custos de determinada operação como gastos do exercício resultará na primeira e mais imediata vantagem fiscal de um determinado instrumento. Vejamos a seguinte demonstração de resultados da Portugal Telecom, relativa ao 2º trimestre de 2012⁶²:

⁶¹ Dada a economia do presente estudo, optámos por simplificar a análise do impacto fiscal das operações relacionadas com instrumentos híbridos à sua tributação em sede de imposto sobre o rendimento, sobretudo por força da importância relativa destes tributos neste tipo de operações. No entanto, cabe salientar que estes instrumentos poderão estar sujeitos a outro tipo de impostos (designadamente, imposto do selo), taxas ou contribuições especiais, pelo que qualquer estudo sobre a viabilidade de uma operação concreta deverá incidir – também – sobre estes outros elementos.

⁶² Disponível em:

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/Investidores/infofinanceira/reltrim/restrim.htm>

Milhões de euros	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12
Receitas operacionais	1.798	1.747	1.731	6.147	1.716	1.629
Portugal	725	731	718	2.892	680	678
Residencial	170	172	172	682	177	179
Pessoal	187	200	194	768	169	170
Empresas	248	238	245	982	226	226
Wholesale, outras e eliminações	120	121	108	459	108	103
Brasil • Oi	832	801	778	2.412	788	754
Outras e eliminações	240	215	234	843	247	197
Custos operacionais	1.155	1.093	1.197	3.959	1.144	1.060
Custos com pessoal	303	284	277	1.020	293	273
Custos directos dos serviços prestados	292	299	296	1.012	296	265
Custos comerciais	138	141	166	518	125	140
(1) Outros custos operacionais	423	369	458	1.408	430	382
EBITDA	642	654	534	2.188	572	569
Custos com benefícios de reforma (PRBs)	14	14	18	59	15	14
Amortizações	383	365	382	1.326	347	337
Resultado operacional	245	275	135	804	210	219
Outros custos (receitas)	5	12	36	60	11	-25
Custos do programa de redução efectivos	1	1	30	36	1	0
Menos (mais) valias na alienação de imobilizado	(0)	0	(9)	(9)	1	1
(2) Outros custos líquidos	4	11	15	33	9	(27)
Resultados antes de res. fin. e imp.	240	264	99	744	199	244
Outros custos (ganhos) financ. liq.	84	89	96	213	97	91
(3) Juros suportados líquidos	99	118	98	297	108	128
Ganhos em empresas associadas, liq.	(42)	(47)	(40)	(209)	(46)	(49)
Outros custos (ganhos) líquidos	28	17	38	125	35	12
Resultados antes de impostos e int. não controladores	156	175	3	531	102	153
Imposto sobre o rendimento	(48)	(48)	36	(108)	(22)	(67)
Resultados antes de int. não controladores	108	127	39	423	81	86
Prejuízos (lucros) atrib. a int. não controladores	(25)	(38)	(1)	(84)	(24)	(17)
(4) Resultado consolidado líquido	82	89	38	339	56	69

Como podemos constatar, existem diversas rubricas destinadas a fazer reflectir os custos ou gastos suportados com a actividade da empresa, todas com impacto directo nos Resultados antes de Impostos (RAI), o que se traduz numa diminuição da matéria colectável e, conseqüentemente, numa redução da imposto liquidado. A rubrica “Outros custos operacionais” (1) tem natureza residual, pelo que deverá absorver todos os gastos “operacionais” que não estejam registados nas outras rubricas próprias. Em princípio, não deverão ser contabilizados nesta conta os gastos suportados com, por exemplo, operações de emissão de instrumentos de capital híbridos, por existirem rubricas próprias para essas despesas (“Fornecimentos e Serviços externos” para gastos com apoio jurídico, “Custos Financeiros” para os juros suportados, etc.), embora não fosse de estranhar a contabilização

nesta verba dos encargos com comissões que viessem a ser pagos pelo emitente ao intermediário financeiro responsável pelo lançamento e gestão da operação. Já a rubrica “Outros custos líquidos” (2), também ela residual, deverá abranger os gastos não directamente relacionados com as actividades operacionais⁶³, onde poderão estar incluídos, por exemplo, os gastos financeiros (com excepção dos juros) suportados com a emissão de híbridos ou com a conversão destes valores em instrumentos de capital.

A sub-conta “Juros suportados líquidos” (3) servirá precisamente para contabilizar os gastos de natureza financeira, neles se incluindo, por exemplo, os juros suportados com empréstimos bancários obtidos ou com emissão de obrigações convertíveis. Todos estes custos serão deduzidos aos resultados (Resultado Operacional = 219M€), diminuindo a base de incidência (Resultado antes de Impostos = 153M€) e, conseqüentemente, o montante de imposto liquidado.

Vistas as especificidades contabilísticas, caberá analisar o tratamento fiscal que estas operações recebem no âmbito do próprio Código do IRC:

Artigo 23.º

Gastos

1 — Consideram-se gastos os que comprovadamente sejam indispensáveis para a realização dos rendimentos sujeitos a imposto ou para a manutenção da fonte produtora, nomeadamente:

a) Os relativos à produção ou aquisição de quaisquer bens ou serviços (...);

b) Os relativos à distribuição e venda, abrangendo os de transportes, publicidade e colocação de mercadorias e produtos;

c) De natureza financeira, tais como juros de capitais alheios aplicados na exploração, descontos, ágios, transferências, diferenças de câmbio, gastos com operações de crédito, cobrança de dívidas e emissão de obrigações e outros títulos, prémios de reembolso e os resultantes da aplicação do método do juro efectivo aos instrumentos financeiros valorizados pelo custo amortizado;

d) De natureza administrativa (...);

e) Os relativos a análises, racionalização, investigação e consulta;

f) De natureza fiscal e parafiscal;

⁶³ Para uma descrição mais pormenorizada sobre os ciclos operacionais (operações de exploração), de financiamento (operações financeiras) e de investimento, ver Borges, António e José Azevedo Rodrigues, *Contabilidade e Finanças para a Gestão*, 4ª edição, 2008, pp. 145 e ssg.

- g) *Depreciações e amortizações;*
 - h) *Ajustamentos em inventários, perdas por imparidade e provisões;*
 - i) *Gastos resultantes da aplicação do justo valor em instrumentos financeiros;*
 - (...)
 - l) *Menos-valias realizadas;*
- (sublinhado nosso)*

Ora, de acordo com o previsto neste artigo 23º do CIRC, todos os gastos que comprovadamente sejam indispensáveis para a obtenção de receita ou para a manutenção da estrutura e capacidade produtiva, devem ser deduzidos aos resultados do exercício para efeitos de apuramento da matéria colectável, nos termos e para os efeitos do disposto nos artigos 3º, 15º e 17º do mesmo código. Aqui poderão ser incluídos todo o tipo de gastos relacionados com operações de recapitalização, quer através de aumentos de capital (onde poderão ser deduzidos os custos da operação e eventuais prémios de emissão), quer através de emissão de dívida (comissões, *spreads* ou juros suportados) ou de valores mobiliários híbridos. Neste particular, deve ainda ser chamado à colação o disposto no art. 21º/1/a) do CIRC, nos termos do qual serão consideradas, para efeitos de determinação do lucro tributável, as variações patrimoniais positivas não reflectidas no resultado líquido do período, **com excepção das** “entradas de capital, incluindo os prémios de emissão de acções, as coberturas de prejuízos, a qualquer título, feitas pelos titulares do capital, bem como outras variações patrimoniais positivas que decorram de operações sobre instrumentos de capital próprio da entidade emitente, incluindo as que resultem da atribuição de instrumentos financeiros derivados que devam ser reconhecidos como instrumentos de capital próprio”. Parece-nos que, com esta referência específica a instrumentos derivados que devam ser reconhecidos como instrumentos de capital próprio, fica definitivamente resolvida a dúvida sobre a dedutibilidade dos gastos suportados com este tipo de operações, estando, por outro lado, objectivamente afastada a hipótese da eventual variação positiva decorrente da emissão destes instrumentos poder vir a ser tributada em sede de IRC.

Uma última nota para realçar, no seguimento do que acima ficou pressuposto com a análise da demonstração de resultados da Portugal Telecom, que o efeito obtido com a emissão de dívida ou com os juros suportados com qualquer outro instrumento de características semelhantes (valor mobiliário híbrido com características mais próximas das obrigações e que imponha, por exemplo, o pagamento de um juro fixo até à maturidade) será muito mais relevante do que o efeito obtido, por exemplo, com a emissão de acções preferenciais ou outros valores

mobiliários híbridos que permitam a participação nos resultados da empresa. De facto, enquanto no primeiro caso estamos perante gastos do exercício que, tanto do ponto de vista estritamente contabilístico como do ponto de vista fiscal, não concorrem para a formação do lucro tributável, no segundo estamos perante elementos cuja remuneração dependerá do próprio lucro tributável e que, só após a liquidação do tributo devido em sede de IRC, serão efectivamente distribuídos aos detentores de capital sobre a forma de dividendos ou adiantamento de lucros, donde resultará uma mais-valia fiscal objectivamente inferior.

Perspectiva de Investimento

A par da perspectiva da sociedade emitente e da consideração dos custos incorridos com determinada operação como gastos do exercício dedutíveis ao lucro tributável, caberá avaliar qual o impacto fiscal destes instrumentos na óptica do investidor, institucional ou pequeno retalhista individual. A diferença essencial entre estes dois tipos de investidores estará, sobretudo, no tipo de imposto sobre o rendimento a que estão sujeitos, havendo especificidades de regime próprias do imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas que, por razões óbvias, não podem merecer idêntico enquadramento no âmbito do código do IRS.

De facto, e no que ao IRC diz respeito, o principal aspecto a ter em conta prende-se com a circunstância de o imposto incidir sobre o lucro tributável da empresa, o qual é constituído pela soma algébrica do resultado líquido do período [Rendimentos – Gastos +/- Amortizações, Provisões e Juros] e das variações patrimoniais positivas e negativas verificadas no mesmo período e não reflectidas naquele resultado, determinado com base na contabilidade e eventualmente corrigidos nos termos do código (art. 17º/1 do CIRC). Ou seja, o imposto incidirá sobre o saldo dessas contas, onde poderão ser contabilizados, por exemplo, gastos com operações financeiras, custos bancários, variações patrimoniais negativas relacionadas com instrumentos detidos para negociação e rendimentos e gastos resultantes da aplicação do justo valor a instrumentos financeiros derivados ou a qualquer outro activo ou passivo financeiro utilizado como instrumento de cobertura restrito à cobertura do risco cambial (art. 49º/1 do CIRC).

Já no que diz respeito à tributação em sede de IRS, o imposto incidirá sobre os rendimentos globais, em função da capacidade contributiva do sujeito passivo, apurada por referência ao tipo de rendimento auferido (categoria), com as deduções e correcções previstas nos termos da lei.

Artigo 1.º

Base do imposto

1 - O imposto sobre o rendimento das pessoas singulares (IRS) incide sobre o valor anual dos rendimentos das categorias seguintes, mesmo quando provenientes de actos ilícitos, depois de efectuadas as correspondentes deduções e abatimentos:

(...)

Categoria E - Rendimentos de capitais;

Artigo 5.º

Rendimentos da categoria E

1 - Consideram-se rendimentos de capitais os frutos e demais vantagens económicas, qualquer que seja a sua natureza ou denominação, sejam pecuniários ou em espécie, procedentes, directa ou indirectamente, de elementos patrimoniais, bens, direitos ou situações jurídicas, de natureza mobiliária, bem como da respectiva modificação, transmissão ou cessação, com excepção dos ganhos e outros rendimentos tributados noutras categorias.

2 - Os frutos e vantagens económicas referidos no número anterior compreendem, designadamente:

a) Os juros e outras formas de remuneração decorrentes de contratos de mútuo, abertura de crédito, reporte e outros que proporcionem, a título oneroso, a disponibilidade temporária de dinheiro ou outras coisas fungíveis;

(...)

c) Os juros, os prémios de amortização ou de reembolso e as outras formas de remuneração de títulos da dívida pública, obrigações, títulos de participação, certificados de consignação, obrigações de caixa ou outros títulos análogos, emitidos por entidades públicas ou privadas, e demais instrumentos de aplicação financeira, designadamente letras, livranças e outros títulos de crédito negociáveis, enquanto utilizados como tais;

d) Os juros e outras formas de remuneração de suprimentos, abonos ou adiantamentos de capital feitos pelos sócios à sociedade;

(...)

o) Os juros que não se incluam em outras alíneas deste artigo lançados em quaisquer contas correntes;

p) Quaisquer outros rendimentos derivados da simples aplicação de capitais;

(...)

5 - Para efeitos da alínea c) do n.º 2, compreendem-se nos rendimentos de capitais o quantitativo dos juros contáveis desde a data do último vencimento ou da emissão, primeira colocação ou endosso, se ainda não houver ocorrido qualquer vencimento, até à data em que ocorra alguma transmissão dos respectivos títulos, bem como a diferença, pela parte correspondente àqueles períodos, entre o valor de reembolso e o preço de emissão, no caso de títulos cuja remuneração seja constituída, total ou parcialmente, por essa diferença.

(...)

8 - Estando em causa instrumentos financeiros derivados, o disposto no n.º 10 do artigo 49.º do Código do IRC é aplicável, com as necessárias adaptações, para efeitos de IRS. (Redacção da Lei n.º 64-B/2011, de 30 de Dezembro)

(sublinhado nosso)

Ora, no que se refere especificamente aos rendimentos de capitais relacionados com instrumentos financeiros, cabe realçar que a lei não prevê qualquer dedução ao rendimento bruto anual (como acontece, por exemplo, com as deduções específicas das categorias A e B), pelo que o imposto incidirá, por inteiro, sobre o montante recebido ou colocado à disposição. No entanto, poderá o sujeito passivo optar pelo englobamento de alguns rendimentos (designadamente, dos recebidos a título de dividendos, nos termos dos arts. 22º e 40º-A do CIRS), evitando que as taxas liberatórias aplicadas nos termos do art. 71º tenham carácter definitivo, donde poderá resultar uma redução do imposto a entregar ao Estado por força da aplicação das deduções à colecta dos arts. 78º e ssg.

Quanto às taxas aplicáveis, há que distinguir entre as situações em que o rendimento é englobado, caso em que serão aplicadas as taxas dos artigos 68º e 68º-A do CIRS (entre 11,5% e 46,5%), e as situações em que a tributação é feita por recurso às taxas liberatórias ou especiais dos artigos 71º e 72º do CIRS, a que corresponderá uma retenção na fonte, a título definitivo, de 16,5%, 21,5%, 25% ou 35%, consoantes os rendimentos e a residência efectiva do sujeito passivo.

Nas situações em que o rendimento obtido resulte da alienação ou disposição dos instrumentos financeiros, estaremos perante rendimentos tributáveis em sede de Categoria G (Incrementos Patrimoniais), aplicando-se-lhes o regime geral da tributação de mais-valias constante dos artigos 10º e 43º e ssg. do CIRS.

Por outro lado, devem as instituições de crédito e sociedades financeiras comunicar à Direcção-Geral dos Impostos, até 30 de Junho de cada ano e relativamente a cada sujeito passivo, as operações efectuadas com a sua intervenção, relativamente a valores mobiliários e

warrants autónomos e os resultados apurados nas operações efectuadas com a sua intervenção relativamente a instrumentos financeiros derivados (art. 124º do CIRS). Já no que se refere às entidades registadoras ou depositárias a que se referem os artigos 61.º e 99.º do Código dos Valores Mobiliários, para além do cumprimento das obrigações constantes do artigo 119.º (obrigação de comunicação de rendimentos e retenções) são, ainda, obrigadas a comunicar à Direcção-Geral dos Impostos, até ao fim do mês de Julho de cada ano, os registos efectuados relativamente a valores mobiliários e a entregar aos investidores, até 20 de Janeiro de cada ano, uma declaração onde constem os movimentos de registo efectuados no ano anterior (art. 125º do CIRS).

III – O processo de recapitalização da banca: o caso do Banco BPI

1. Contexto e descrição geral

A assinatura do programa de assistência financeira com o FMI, o BCE e a Comissão Europeia, resultou na implementação de diversas medidas de reestruturação do próprio Estado português e no reconhecimento de inúmeras necessidades ao nível do tecido empresarial e do sistema bancário nacional. De entre estas últimas, há a realçar o aumento das exigências de capital e solvabilidade dos bancos, resultante, sobretudo, das preocupações crescentes com a exposição destas instituições à dívida soberana de alguns países, com especial destaque para a Grécia, a Irlanda, Portugal, Itália e Espanha. De facto, a maior parte dos bancos portugueses registava níveis particularmente elevados de exposição, por exemplo, à dívida grega, atingindo cerca de 700 Milhões de Euros no caso do BCP⁶⁴ e cerca de 500 Milhões no BPI.

No seguimento da reunião do Conselho Europeu de 26 de Outubro de 2011 - onde foram aprovadas medidas destinadas a restabelecer a confiança nas dívidas soberanas dos países da União Europeia e a reforçar a estabilidade dos respectivos sistemas financeiros - veio a ser publicada uma Recomendação da *European Banking Authority (EBA)*, de 8 de Dezembro de 2011 (EBA/REC/2011/1), onde se previa a constituição de um *buffer* temporário de capital que permitisse às instituições financeiras atingir um rácio de *Core Tier I* de 9% em 30 de Junho de 2012. Contudo, e dadas as especificidades do programa de ajustamento assinado com os credores internacionais, havia já sido aprovada regulamentação específica do Banco de Portugal que fixava os requisitos mínimos de rácio *Core Tier I* de 9% para o final de 2011 e de 10% para o final de 2012.

Entretanto, e no âmbito de um exercício de recapitalização proposto pela EBA, foi identificada a necessidade de um *buffer* temporário de capital para o Banco BPI de 1 389 milhões de euros, resultante na sua quase totalidade da exposição a dívida soberana (1 359 M€), nomeadamente dívida soberana portuguesa (989 M€), de acordo com os seguintes valores:

⁶⁴ Cfr. Relatório e Contas 2011, pág. 376, disponível em:

<http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Documents/comunicados/2012/PC39369.pdf>

Buffer da EBA para exposição a soberanos

30 Set. 11 (M.€)	Exposição (valor nominal)	Buffer de capital
Obrigações do Tesouro		
Portugal	2 730	708
OT - 5% - JUNHO - 2002/2012	1 030	69
OT-4.75%-14.06.2019	1 700	639
Itália	975	139
Buoni Poliennali Del T-4.25%-01.09.2019	800	112
Buoni Poliennali Del T-4.5%-01.03.2019	175	27
Irlanda	355	56
Irish Treasury-4%-15.01.2014	20	1
Irish Treasury-4.4%-18.06.2019	235	38
Irish Treasury-5.9%-18.10.2019	100	17
Grécia	480	175
Rep Grecia-6%-19.07.2019	480	276
Valor já deduzido ao core capital em 30/9/11		-101
Crédito à Administração Central e Local	1 058	281
Total		1 359

Atendendo às necessidades identificadas pela EBA, o BPI aprovou um plano de recapitalização para reforço do *Core Tier I* no montante de 1500 milhões de euros, com recurso aos seguintes mecanismos:

- um aumento de capital de 200 milhões de euros, com direito de preferência dos accionistas;
- emissão de instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios *Core Tier I* (obrigações subordinadas de conversão contingente, também designadas “instrumento híbrido”), subscritos pelo Estado, no montante de 1 300 milhões de euros.

Nos termos do plano de recapitalização aprovado, o Estado Português subscreveu, em 29 de Junho de 2012, instrumentos de dívida elegíveis para fundos próprios no montante de 1500M€, o qual veio posteriormente a ser reduzido para 1300M€ em Agosto de 2012, após apuramento dos resultados do aumento de capital no valor de 200M€.

Ora, como tivemos oportunidade de ver, as instituições financeiras podem optar por reforçar os seus rácios de capital através de instrumentos híbridos, desde que não seja ultrapassado o limite de 50% dos fundos próprios de base (Aviso nº 4/2012), o que, no caso concreto da operação de recapitalização do BPI com subscrição do Estado de 1300 M€ de híbridos,

representou 36% do total dos fundos próprios de base, pelo que foram cumpridos os rácios exigidos pelo Banco de Portugal, EBA e Basileia III.

2. Regulamentação específica

Na origem destes processos de recapitalização podemos encontrar a Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro, alterada pelas Leis n.º 3-B/2010, de 28 de Abril e 55-A/2010, de 31 de Dezembro, e alterada e republicada pela Lei n.º 4/2012, de 11 de Janeiro, que estabelece as medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito, a qual veio posteriormente a ser regulamentada pela Portaria n.º 150-A/2012, de 17 de Maio.

Esta portaria estabelece as regras base a aplicar aos processos de recapitalização, designadamente no que se refere a: 1) remuneração dos capitais públicos investidos nas instituições de crédito beneficiárias de operações de recapitalização; 2) requisitos exigidos quanto aos planos de recapitalização a apresentar pelas instituições que pretendam aceder a investimento público desta natureza, dos quais sobressaem, entre outros, a descrição da estratégia de gestão a adoptar pela instituição durante o decurso do prazo estimado para o investimento público, em particular no que se refere ao contributo da instituição de crédito para o financiamento da economia, nomeadamente das famílias e das pequenas e médias empresas, sobretudo no âmbito dos sectores de bens e serviços transaccionáveis; 3) regras exigentes no que respeita às políticas de remuneração dos titulares dos órgãos sociais das instituições de crédito recapitalizadas e, bem assim, no que se refere à distribuição de dividendos aos seus accionistas.

Nos termos deste diploma, o plano a apresentar pela instituição deve constar de proposta concreta e devidamente fundamentada, a apresentar ao Banco de Portugal (art. 2.º/1), a qual deverá conter, pelo menos, os seguintes elementos (art. 2.º/2):

- i) Informação geral sobre a instituição;
- ii) A descrição e análise dos motivos que justificam o recurso a capitais públicos;
- iii) A demonstração da necessidade de reforço de fundos próprios;
- iv) A descrição das características dos instrumentos financeiros a emitir;
- v) A descrição da estratégia de gestão a adoptar durante o decurso do prazo estimado para o investimento público;

- vi) A descrição da política de distribuição de dividendos e de remuneração dos titulares dos órgãos de administração e fiscalização;
- vii) Identificação do contributo de outras entidades, designadamente dos accionistas, para o reforço dos fundos próprios *Core Tier I*, incluindo uma descrição do modo e montante desse contributo.

Quanto aos direitos de voto, o Estado só os poderá exercer quando o número de acções subscritas ou adquiridas ultrapasse metade das acções representativas do capital social da instituição beneficiária uma vez realizado o investimento público, caso em que poderá exercer, na sua plenitude, os direitos inerentes às acções que excedam aquele limiar (art. 3º).

Nas situações em que a operação de capitalização se realize através da aquisição ou subscrição de acções pelo Estado, deverá ser aplicado um desconto mínimo de 35% sobre o preço de mercado dos títulos, o qual poderá ser reduzido em 10 pontos percentuais no caso de subscrição ou aquisição de acções cujo direito de voto possa ser exercido na sua plenitude (art. 4º/1 e 2). Este desconto deve ser definido por despacho do membro do Governo responsável pela área das finanças tendo por referência o preço de mercado das acções, devendo o seu valor refletir o risco assumido pelo Estado (art. 4º/3).

O diploma admite ainda que a operação de capitalização se concretize através de instrumentos financeiros híbridos elegíveis para fundos próprios *Core Tier I* (art. 5º da Portaria nº 150-A/2012, art. 4º/2/c) da Lei nº 4/2012 e Avisos do Banco de Portugal nº 3/2011 e 4/2012), os quais devem ser subscritos pelo seu valor nominal. Nestes casos, o valor da remuneração do Estado será fixado em despacho do Ministro das Finanças, sob proposta fundamentada do Banco de Portugal, o qual deverá reflectir as características do instrumento, o risco assumido pelo Estado e as orientações comunitárias relevantes que estabelecem que o mínimo do valor médio da remuneração do Estado durante o período do investimento público deverá situar -se num intervalo entre os 7 % e os 9,3 % consoante as características dos instrumentos os afastem mais ou menos da natureza própria das acções ordinárias, respetivamente (arts. 7º/1 e 2). Esta taxa de remuneração é acrescida em 25 pontos base por ano nos dois anos subsequentes ao ano de realização do investimento público e em 50 pontos base por cada ano adicional em que esse investimento se mantenha. Contudo, caso a instituição beneficiária cancele ou suspenda, no todo ou em parte, o pagamento da remuneração destes instrumentos financeiros híbridos, considera-se verificado um incumprimento materialmente relevante exclusivamente para efeitos da sua conversão automática em novas acções especiais (art. 7º/4 e 10º).

Por outro lado, se do pagamento em numerário da remuneração do Estado resultar o incumprimento dos níveis mínimos de fundos próprios, designadamente de *Core Tier 1*, a instituição poderá substituí-lo, na medida do necessário, por pagamento em espécie através da entrega de novas acções ordinárias da instituição beneficiária, aplicando-se um desconto sobre o preço de mercado desses títulos, a determinar por despacho do Ministro das Finanças tendo em conta as orientações comunitárias (arts. 7º/5 e 6).

Já no que se refere ao incumprimento materialmente relevante, cabe realçar que haverá um reforço dos poderes do Estado na instituição beneficiária (por exemplo, através do exercício da totalidade dos direitos de voto correspondentes à participação social que detenha) perante a inexecução de metas estruturais consideradas essenciais no plano de recapitalização aprovado ou sempre que o incumprimento das obrigações assumidas possa colocar em causa os objectivos da própria operação (art. 11º).

3. A emissão de *CoCo's* no âmbito da recapitalização do BPI

A recapitalização dos bancos com recurso a fundos públicos não pode deixar de ser considerada uma medida extrema, quer na perspectiva da própria instituição intervencionada, quer na perspectiva da própria alocação de dinheiros públicos ao financiamento de instituições privadas com um perfil de risco muito considerável. Como tivemos oportunidade de constatar, a lei procura mitigar os possíveis riscos decorrentes destas operações traçando um quadro regulamentar rigoroso e objectivo, com especial enfoque na definição de estratégias e na salvaguarda da posição do Estado enquanto decorrer o processo de financiamento. Contudo, a pedra-de-toque deste tipo de operações estará, necessariamente, na definição e delimitação das características próprias dos instrumentos que vierem a ser subscritos pelo Estado como contrapartida pelo empréstimo concedido à instituição.

No âmbito da operação de recapitalização do Banco BPI, foi acordada a emissão de instrumentos de capital *Core Tier I* a subscrever pelo Estado, ao valor nominal e pelo período de 5 anos a contar da data da emissão, nos termos e segundo as condições estabelecidas na Ficha Técnica do instrumento (Ver ANEXO I).

Os instrumentos a subscrever pelo Estado (ISE) constituem obrigações directas, não garantidas, sem termo e subordinadas e não gozam, entre si, de qualquer prioridade quanto a pagamentos. Estes instrumentos não podem ser negociados no mercado ou transmitidos, pelo Estado, a terceiros à operação, apenas se permitindo que venham a ser adquiridos pelo Banco

em resultado do exercício da opção de recompra que lhe é reconhecida. Os direitos do Estado estarão assim subordinados aos direitos dos credores do Banco que sejam, por exemplo, depositantes ou outros credores não subordinados, embora tenham prioridade sobre os direitos dos titulares de acções ordinárias do Banco ou de outros instrumentos que gozem da mesma prioridade que as acções ordinárias.

Quanto à data de vencimento, a Ficha Técnica aponta para o carácter perpétuo destes instrumentos, embora também estabeleça como período de investimento o prazo de 5 anos a contar da data de emissão. Com efeito, trata-se de um ponto que poderá suscitar algumas dúvidas sobre a duração e validade dos instrumentos, embora pareça que aquele prazo de 5 anos se refere ao período mínimo de duração do financiamento, a não ser que o Banco opte por recomprar os instrumentos ou que seja verificada alguma condição que determine a conversão obrigatória dos mesmos.

Por outro lado, e no que se refere à remuneração, prevê-se que o Banco deverá pagar ao Estado uma taxa que, quando paga numa base semestral, corresponda a uma taxa de juro anual efectiva de 8,5% ao ano, a qual sofrerá um acréscimo de 25 pontos base no 2º e 3º anos, e de 50 pontos base a partir do 4º. Quando o pagamento da remuneração em dinheiro determine o não cumprimento ou, na opinião do Banco de Portugal, possa colocar em risco o cumprimento dos requisitos mínimos de fundos próprios, em particular dos requisitos de fundos próprios *Core Tier 1*, tal pagamento poderá, por opção do Banco, ser substituído, na medida do necessário, pelo pagamento em espécie, através da entrega de novas acções ordinárias do Banco.

Enquanto os ISE se encontrarem em dívida o Banco não distribuirá dividendos, excepto no que se refere a quaisquer lucros que de outro modo estariam disponíveis para ser distribuídos aos acionistas como dividendos, que apenas serão utilizados para pagar a remuneração dos ISE, qualquer dividendo prioritário relativo a acções especiais detidas pelo Estado ou a recompra de quaisquer ISE ou acções especiais.

Caso o Banco se encontre em situação de “incumprimento materialmente relevante” do Plano de Recapitalização, o montante de capital dos ISE não recomprados e não cancelados pelo Banco será obrigatoriamente convertido na totalidade, à Taxa de Conversão, em acções especiais, sujeitas ao disposto nos artigos 4.º e 16.º-A da Lei n.º 63-A/2008. Idêntica situação ocorrerá se o Banco não proceder à recompra da totalidade dos ISE até ao final do período de investimento, caso em que o montante de capital dos ISE detidos pelo Estado a essa data será obrigatoriamente convertido na totalidade, à Taxa de Conversão, em acções ordinárias do Banco. De referir que esta “Taxa de Conversão” será determinada pelo Ministro das Finanças,

aplicando-se um desconto de 35% sobre o preço das acções ordinárias que reflita o seu valor de mercado expresso pela cotação no momento em que a conversão seja anunciada, tomando em conta o efeito de diluição.

O carácter contingente destes instrumentos e a sua qualificação como *CoCo's* para efeitos regulatórios, surgem confirmados pela atribuição ao Estado do direito a exigir a conversão dos ISE em acções ordinárias sempre que ocorra um “evento de viabilidade” ou caso se verifique uma alteração ou aquisição do controlo do Banco ou a exclusão das acções da negociação em mercado regulamentado.

Quanto às acções especiais a subscrever pelo Estado (Ver ANEXO II), cabe realçar que estas apenas podem ser detidas pelo próprio Estado, sendo que os direitos associados a essa titularidade encontram-se subordinados aos direitos de depositantes, credores subordinados do Banco ou titulares de instrumentos híbridos ou emissões subordinadas de capital júnior que se qualifiquem como fundos próprios *Core Tier I*. Havendo montantes distribuíveis gerados durante o exercício, a remuneração da participação do Estado não pode ser inferior àquela que lhe seria atribuída caso fosse deliberada a distribuição de 30% do total dos montantes distribuíveis, sendo que este dividendo prioritário deverá ser reduzido na medida em que se revele necessário para assegurar que os rácios de capital se encontrarão cumpridos após esse pagamento.

Em matéria de direitos de voto a exercer pelo Estado, apenas as acções especiais que representem uma participação acima de 50% do capital social do Banco terão plenos direitos de voto em todas as deliberações votadas pelos accionistas, embora devam ser consideradas por inteiro, como se cada acção especial correspondesse a uma acção ordinária, quanto a determinadas deliberações para as quais a lei ou os estatutos exijam maioria qualificada (alteração de estatutos, fusão, etc.).

Por último, mencionar que as acções especiais vendidas pelo Estado a qualquer entidade serão automática e obrigatoriamente convertíveis em acções ordinárias de acordo com o Rácio de Conversão fixado, o que também acontecerá no final do período de investimento quanto às acções que não sejam recompradas pela instituição ao abrigo da opção de recompra que lhe é atribuída.

IV – A utilização de instrumentos híbridos por sociedades não financeiras

A história recente tem revelado inúmeras fragilidades que afectam a economia de mercado e os canais tradicionais de financiamento das actividades de empresas e cidadãos. No que se refere especificamente ao caso português, é preciso reconhecer, no entanto, que as ineficiências na realocação das poupanças e no financiamento directo do tecido empresarial nacional eram problemas já instalados e que apenas se intensificaram com o despoletar da crise financeira internacional.

A própria estrutura do nosso sector privado, onde cerca de 99,9% das entidades são PME's ou Micro-Empresas⁶⁵, cria, por si só, alguns obstáculos ao nível do financiamento (quer por razões de informalidade, deficiência ao nível do relato contabilístico e financeiro, dependência directa de um ou alguns sócios, etc.) o que se traduz muitas vezes num cenário onde, apesar de solventes (no sentido de o activo ser superior ao passivo), as empresas não dispõem de liquidez suficiente para financiar a actividade, sendo obrigadas a encerrar.

Ora, de entre as variadíssimas formas de proceder à recapitalização destas entidades, as mais relevantes serão, sem dúvida, as relacionadas com o mútuo bancário e com a captação de recursos junto de investidores. O problema surge exactamente aqui: se, por um lado, os bancos não dispõem dos recursos necessários para assegurar o financiamento ou, possuindo esses recursos, não podem aumentar a alavancagem financeira acima de determinados limiares⁶⁶, por outro, a crise de confiança nos mercados financeiros é tal que a captação de aforro dos investidores e a sua realocação para efeitos de financiamento das empresas é, nesta fase, extremamente difícil de ser executado de forma satisfatória.

⁶⁵ INE: PME representavam 99,9% do tecido empresarial português em 2010, *in* Jornal de Negócios, 29/06/2012, disponível em:

http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=565409

⁶⁶ Conforme vimos anteriormente, os compromissos assumidos com os credores internacionais no âmbito do programa de assistência financeira a Portugal, impunham o cumprimento, pela banca portuguesa, de um rácio de alavancagem de 120% até 2014, o que implicava a redução do montante de crédito concedido e o aumento dos depósitos recebidos. Ora, se por um lado a banca tem conseguido aumentar de forma sustentável os recursos depositados nas suas instituições, por outro, a existência de uma forte exposição ao mercado imobiliário e ao sector da construção, tem impedido o aumento do crédito concedido às empresas para financiamento da sua actividade operacional, pelo menos nos termos e no montante em que isso seria desejável.

A Euronext⁶⁷ foi uma das primeiras entidades a identificar esta lacuna, lançando um mercado específico para as PME's designado por Alternext. Criado em 2005, este mercado conta actualmente com 180 empresas de todos os sectores e de diversos países, totalizando 6,3 MM€ de capitalização bolsista, para uma dimensão média de 35M€⁶⁸. A principal diferença face ao mercado tradicional está na adopção de procedimentos simplificados para admissão à negociação e manutenção de níveis mínimos de liquidez na transacção destes títulos.

Contudo, apesar do mérito do conceito e da efectiva simplificação de processos, o facto é que a receptividade foi praticamente nula em Portugal, sendo que apenas em Julho de 2012 foi admitida a primeira empresa portuguesa nesta plataforma de negociação (a Intelligent Sensing Anywhere ou ISA).

Ora, a recente contracção do crédito concedido pelas instituições bancárias e o impacto relativamente reduzido, no curto prazo, de outras medidas de estímulo económico (por exemplo, através de incentivos fiscais), poderá contribuir para o aumento da visibilidade destas estruturas como fontes alternativas de financiamento para PME's.

Por outro lado, também não podemos descurar as potencialidades de um mercado alargado de emissão de dívida contingente ou de outros instrumentos financeiros híbridos por parte de empresas de menor dimensão. De facto, é a própria lei que vem admitir a possibilidade das sociedades por quotas (forma jurídica tradicionalmente utilizada pelas empresas de menor dimensão) emitirem obrigações, aplicando-se-lhes o regime das obrigações emitidas pelas sociedades anónimas (Decreto-lei nº 160/87, de 3 de Abril). Conforme vimos anteriormente, são várias as modalidades de obrigações que podem ser emitidas, sendo que o regime é perfeitamente permeável e ajustável face aos objectivos pretendidos pela empresa emitente, donde resulta que, não havendo razões de fundo ou de princípio para afastar este regime, deve ser reconhecida às sociedades por quotas a capacidade para emitirem, por exemplo, dívida contingente ou instrumentos híbridos com características próximas das quotas (participação nos lucros e nas perdas) com outras próprias das obrigações (reembolso prioritário, pagamento de remuneração fixa, etc.). A principal dificuldade poderá estar na “fungibilidade” própria das acções que acaba por facilitar, por exemplo, a conversão dos instrumentos

⁶⁷ A empresa Euronext Lisbon foi criada em Setembro de 2002 após a holandesa Euronext N.V. ter adquirido uma participação na Bolsa de Valores de Lisboa e do Porto (BVLP), da qual resultou posteriormente a NYSE Euronext com a fusão das bolsas de Paris, Amesterdão, Bruxelas e Nova Iorque.

⁶⁸ Cfr. Anúncio da admissão à negociação da primeira empresa portuguesa no mercado Alternext, disponível em: <http://exchanges.nyx.com/node/3710>

híbridos em novas acções de igual valor, sem prejudicar a posição dos anteriores accionistas, o que poderá revelar-se um processo bem mais complexo quando aplicado às sociedades por quotas. Em todo o caso, parece-nos que esta limitação poderá ser ultrapassada pelo reconhecimento, na própria deliberação de emissão do instrumento convertível, da necessidade de proceder a um aumento de capital de montante equivalente ao valor dos instrumentos subscritos, à taxa de conversão acordada e corrigido pelo efeito da diluição do capital. Obviamente, a receptividade destes instrumentos ficaria na inteira dependência da aprovação de regulamentação específica que permitisse assegurar a uniformidade e homogeneidade do mercado, o cumprimento de formalidades básicas, o respeito pelos deveres de informação, diligência e zelo, assim como a eventual punição de comportamentos abusivos ou lesivos dos interesses dos investidores.

De referir também que, afora as claras vantagens em matéria de captação de recursos, este tipo de mecanismos de financiamento permitiriam ainda alcançar ganhos de eficiência fiscal inegáveis, ao mesmo tempo que poderiam libertar algum do investimento não produtivo normalmente realizado através de suprimentos de sócio.

V – Conclusão

Identificados os principais problemas em matéria de financiamento das sociedades comerciais, principalmente no quadro actual de uma crise financeira profundamente instalada na maior parte dos mercados internacionais, procurámos avaliar e discutir os pontos-chave dos esquemas de financiamento alternativos por via da emissão de valores mobiliários híbridos.

Vimos que a regulamentação actual é particularmente sensível às dificuldades registadas na obtenção de financiamento por parte, sobretudo, das instituições bancárias e sociedades financeiras, de tal forma que a prática recente tem apontado no sentido de se admitir que alguns destes instrumentos híbridos sejam contabilizados como capital próprio de base, designadamente para efeitos da verificação do cumprimento dos rácios exigidos pelos reguladores nacionais, europeus ou internacionais.

Tivemos também oportunidade de constatar que o recurso a estes valores mobiliários híbridos apresenta diversas vantagens em matéria fiscal, quer pela pretendida neutralidade da própria lei na (não) tributação destes instrumentos quanto utilizados como financiamento da sociedade, quer pelo próprio tratamento contabilístico que acaba por resultar em poupanças fiscais (por dedução aos resultados antes de impostos), potencialmente expressivas.

Já no que se refere à possibilidade de alargamento destes esquemas de financiamento a outras sociedades não financeiras ou, mesmo, a sociedades de menor dimensão organizados sob a forma de sociedades por quotas, pudemos verificar que não existem razões de princípio ou limitações legais insupríveis nesta matéria, de tal forma que, em abstracto, qualquer sociedade poderá mesmo lançar mão destes valores híbridos como forma de ultrapassar as limitações actuais do mercado quanto à realocação dos recursos necessários para a prossecução das suas actividades.

Bibliografia

Livros:

- Almeida, António Pereira de, Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários, 5ª edição, Coimbra Editora
- Borges, António e José Azevedo Rodrigues, Contabilidade e Finanças para a Gestão, 4ª edição, 2008, Áreas Editora
- Brealey, Richard A. E Stewart C. Myers, Princípios de Finanças Empresariais, 5ª edição, McGraw-Hill
- Câmara, Paulo, A Operação de Titularização, in Titularização de Créditos, Instituto de Direito Bancário, Lisboa, 2000
- Câmara, Paulo, O regime jurídico das obrigações e a protecção dos credores obrigacionistas, em Direito dos Valores Mobiliários, IV, 2003
- Carlos, Américo Brás, Irene Antunes Abreu, João Ribeiro Durão, Maria Emília Pimenta, Guia dos Impostos em Portugal, 2011, Quid Juris
- Código das Sociedades Comerciais Anotado, Coordenação: António Menezes Cordeiro, 2ª edição, Almedina
- Cunha, Paulo Olavo, Direito das Sociedades Comerciais, 5ª Edição, 2012, Almedina
- Dias, António Silva, Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações, 2002, Quid Juris
- Gomes, Fátima, Obrigações convertíveis em acções, 1999, Universidade Católica
- Vasconcelos, Pedro Pais de, A Participação Social nas Sociedades Comerciais, 2ª Edição, 2006, Almedina

Artigos:

- Anúncio da admissão à negociação da primeira empresa portuguesa no mercado Alternext, disponível em: <http://exchanges.nyx.com/node/3710>
- Anúncio do Ministro das Finanças sobre o Programa de Recapitalização para as Instituições de Crédito Portuguesas de 4 de Junho de 2012. Disponível em: http://www.portugal.gov.pt/media/615813/20120604_mef_recapitalizacao_banca.pdf

- Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework, Junho de 2004, disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>
- Comunicado relativo a aviso do Banco de Portugal sobre reforço do rácio "Core Tier 1" das instituições de crédito, 7 de Abril de 2011, disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/comb20110407.aspx>
- Comunicado relativo a aviso do Banco de Portugal sobre reforço do rácio "Core Tier 1" das instituições de crédito, disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/comb20110407.aspx>
- Detalhes do Plano de Recapitalização aprovado pelo BPI (2012), pp. 64 e ssg., disponível em: <http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro1.4283F519-B92A-4AD2-BE92-0D3C2D66079A.1.pt.asp?id=096EE0FF-51B5-49DF-892A-3998ACBEA623>
- Dias, Cristina Sofia, Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas, Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários, nº 15, Dezembro de 2002, pág. 4, disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/7c6aaa1056084f1caa5923b734dabe20CDias.pdf>
- Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros da CMVM, disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/Gloss%C3%A1rio_300611%20%282%29.pdf
- Glossário do Banco de Portugal, disponível em: <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Glossarios/Paginas/Glossario.aspx?letter=O>
- Green, Peter J, Thomas A. Humphreys, Jeremy C. Jennings-Mares e Anna T. Pinedo, Hybrid securities: an overview, Multi-jurisdictional Guide 2012/2013, Practical Law Company, pp. 5 e ssg. Disponível em: <http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/120501-Capital-Markets%20MultiJurisdictional-Guide-2012-13-Hybrid-Securities-Chapter.pdf>
- INE: PME representavam 99,9% do tecido empresarial português em 2010, in Jornal de Negócios, 29/06/2012, disponível em: <http://www.>

jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=565409

- International convergence of capital measurement and capital standards (updated to April 1998), disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbssc111.htm>
- Logutenkova, Elena e Matthias Wabl (2011), Bloomberg (Online), disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2011-02-14/credit-suisse-places-sf6-billion-in-tier-1-buffer-capital-notes.html>
- Murphy, Gareth, Mark Walsh e Matthew Wilson, Precautionary Contingent Capital (2012), Financial Stability Paper nº 16, Banco de Inglaterra, Maio 2012, pág. 7 e ssg., disponível em: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/fs_paper16.pdf
- Pennacchi, G., T. Vermaelen and C.C.P. Wolff (2010), Contingent Capital: The Case for COERCs, Insead Business School Working Paper, Agosto 2010 (Online), disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1711021
- Pinedo, Anna (2006), Next Generation Hybrid Securities, Wall Street Lawyer, (Online) Vol. 10, No. 5, pp. 7 e ssg. Disponível em: <http://www.mofo.com/files/Publication/7d143f9d-5daf-4516-8798-e04af8c96d05/Presentation/PublicationAttachment/c161e4d2-6773-4143-bf0c-e74ce0b9cce3/WSL10.pdf>
- Pinto, Alexandre Mota, Os «CoCos» e a recapitalização do sistema bancário português (Online), disponível em: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3492/documento/foro10.pdf?id=4277>
- Prospecto das Credit Linked Notes emitidas pela Portugal Telecom em 2011, disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/pfc/docs/fsd20023.pdf>
- Reis, Ricardo (2007), “Explicando a crise do subprime”, Diário Económico, edição de 16/08/2007, Disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/ricardo-reis-explicando-a-crise-do-subprime_18229.html
- Report of Anton R. Valukas, Examiner, Volume 1 of 9, Sections I & II: Introduction, Executive Summary & Procedural Background, Section III.A.1: Risk, pp. 2 e ssg. Disponível em: <http://jenner.com/lehman/lehman/VOLUME%201.pdf>
- Solt, Michael E. (1993), SWORD financing of innovation in the biotechnology industry, (Online). Disponível em: <http://www.highbeam.com/doc/1G1-14444761.html>
- Wells Fargo Advisors (2012), A Guide to Investing in Hybrid Securities, disponível em: https://saf.wellsfargoadvisors.com/emx/dctm/Marketing/Marketing_Materials

/Fixed_Income_Bonds/e6728.pdf

- Záhres, Meta, Contingent Convertibles, Bank bonds take on a new look, Deutsche Bank Research, Maio 2011 (Online), disponível em: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000273597.pdf

Anexos

Anexo A – Ficha Técnica Instrumentos subscritos pelo Estado (ISE)

Anexo B – Ficha Técnica Acções Preferenciais