

Universidade Católica Portuguesa
Católica Lisbon School of Business & Economics
Faculdade de Direito - Escola de Lisboa

Valores Mobiliários Convertíveis
Da aplicação do Regime das Obrigações Convertíveis

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão | Inês Crispim Ribeiro

Orientador: Jorge Brito Pereira

Lisboa, fevereiro 2018

Agradecimentos

Ao meu orientador, por toda a disponibilidade que demonstrou ao longo da realização desta Dissertação e por ter partilhado comigo o seu vasto conhecimento.

Aos meus amigos que, com muita paciência e amizade, comigo discutiram ideias. E, acima de tudo, pelas horas passadas em revisões a esta Dissertação.

Aos que sempre me acompanharam. Em particular, aos meus pais, à Margarida e à Rita, por serem sempre os meus pilares.

Um especial agradecimento ao meu pai. Pelas inúmeras revisões a que se dedicou, por ter despertado o meu interesse pelo Direito e, principalmente, por ter sido ao longo de toda a minha vida um exemplo a seguir.

Índice

Siglas e abreviaturas	5
Introdução.....	7
Capítulo I – Obrigações Convertíveis	10
1. Conceito.....	10
2. Motivos para a emissão	11
3. Obrigações permutáveis	15
Capítulo II – Outros Valores Mobiliários Convertíveis	17
4. Enquadramento.....	17
5. Valores Mobiliários Obrigatoriamente Convertíveis (VMOC).....	18
5.1. Conceito.....	18
5.2. Motivos para a emissão	19
6. Valores Mobiliários Convertíveis Por Opção do Emitente (<i>Reverse Convertibles</i>) .	20
6.1. Conceito.....	20
6.2. Motivos para a emissão	21
7. Valores Mobiliários Condicionalmente Convertíveis (CoCos).....	22
7.1. Conceito.....	22
7.2. Evento de desencadeamento.....	25
7.3. Motivos para a emissão	26
Capítulo III – Emissão de Obrigações Convertíveis.....	29
8. Requisitos da emissão.....	29
9. Direito de preferência	31
10. Elementos essenciais.....	33
11. Aplicação do regime da emissão aos Valores Mobiliários Convertíveis.....	35
Capítulo IV – Proteção das partes na pendência da emissão.....	39

12. Preliminares	39
13. Mecanismos legais	40
13.1. Regime das Obrigações Convertíveis.....	40
13.2. Aplicação do regime a outros Valores Mobiliários Convertíveis.....	45
14. Mecanismos contratuais.....	47
Capítulo V – Conversão	51
15. Regime das Obrigações Convertíveis	51
15.1. Posição do investidor.....	51
15.2. Execução do aumento de capital	52
16. Aplicação a outros Valores Mobiliários Convertíveis	54
Conclusão	57
Bibliografia.....	59

Siglas e abreviaturas

AktG – *Aktiengesetz*

Art. – Art.

Arts. – Arts.

AT1 – *Additional Tier 1*

CEE – Comunidade Económica Europeia

CET 1 – *Common Equity Tier 1*

Cf. – Conferir

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CoCos – Valores Mobiliários Contingentemente Convertíveis

Coord. – Coordenação

CRD IV – Diretiva 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho
(*Capital Requirements Directive*)

CRR – Regulamento (UE) n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de
junho (*Capital Requirements Regulation*)

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-lei

DNB – De Nederlandsche Bank

Ed. – Edição

Et al. – *Et alia*

IAS – *International Accounting Standards*

Ibid. – *Ibidem*

N – Nota

N.º – Número

No. – *Number*

NYU – New York University

OPA – Oferta Pública de Aquisição

Reverse Convertibles – Valores Mobiliários Convertíveis Por Opção do Emitente

Rn. – *Rand Note*

SA – Sociedade Anónima

SAD – Sociedade Anónima Desportiva

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

Ss – Seguintes

TJUE – Tribunal de Justiça da União Europeia

V.g. – *Verbi Gratia*

VMC – Valores Mobiliários Convertíveis

VMOC – Valores Mobiliários Obrigatoriamente Convertíveis

Vol. – Volume

Introdução

A estrutura financeira de uma Sociedade Anónima é composta por capitais alheios (dívida) e capitais próprios.

Nos capitais alheios é normalmente estipulado um prazo de vencimento para o reembolso. Em regra, a disponibilização do capital é remunerada por pagamentos regulares exigíveis ainda que a sociedade não aufera lucros e cuja falta poderá gerar incumprimento. Estes pagamentos – os juros – são, por norma, um gasto fiscalmente dedutível para a sociedade. Os credores são reembolsados com prioridade relativamente aos acionistas, não beneficiando, porém, dos lucros da atividade, mas somente do valor acordado na celebração do contrato (*contractual claim*)¹.

Em contraste, aos capitais próprios não é estabelecido qualquer prazo de vencimento. Não implicam pagamentos regulares cuja privação possa desencadear incumprimento, pois o recebimento de dividendos depende dos lucros da sociedade. Se por algum motivo, v.g. a dissolução ou insolvência da sociedade, estes direitos forem reembolsados, apenas o serão após a satisfação de todos os credores. E, em qualquer circunstância, apenas serão remunerados após a satisfação de todas as outras obrigações da sociedade (*residual claim*)². Portanto, são os mais expostos ao risco da atividade, podendo, por isso, obter elevados retornos pelo seu investimento. Mais, as ações por norma conferem ao seu titular o direito de voto e, potencialmente, o controlo da sociedade³.

Com a inovação financeira, surgiram valores mobiliários que se situam entre a dívida e os capitais próprios: valores mobiliários híbridos⁴. Destacam-se na presente análise os capitais alheios que comportam características de capital próprio, através da possibilidade (ou obrigatoriedade) da sua conversão – os valores mobiliários convertíveis.

¹ Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance* (2.^a ed., Almedina 2015) 151-152.

² Luc Nijs, *Mezzanine Financing: Tools, Applications and Total Performance* (Wiley Finance 2014) 1.

³ Perestrelo de Oliveira (n 1) 151.

⁴ Orlando Vogler Guiné, *O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as ações e as obrigações)*, em *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, coord. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu (Almedina 2011) 76.

Surgindo no século XIX, nos Estados Unidos da América, com a primeira emissão das obrigações convertíveis, esta modalidade de obrigações apenas foi consagrada pelo legislador português em 1971. Em 2002, o termo “valores mobiliários convertíveis” (doravante VMC) foi pela primeira vez reconhecido pelo legislador português, com o Regulamento CMVM n.º 15/2002.

Em 2004⁵, o fim do princípio da tipicidade determinou a liberdade de criar valores mobiliários de acordo com a vontade e necessidade dos contraentes. Esta liberalização permitiu combinar as particularidades dos capitais alheios e dos capitais próprios, aproximando o valor mobiliário, por esta via, do primeiro ou do último, consoante as suas especificidades. Os VMC tornaram-se extremamente heterogéneos, comportando cada emissão particularidades adaptadas, normalmente, às circunstâncias fiscais ou às imperfeições do mercado que afetam a sociedade⁶, permitindo uma redução dos custos de financiamento⁷.

Esta diversidade implica, porém, uma enorme dificuldade na classificação de um determinado valor mobiliário e, conseqüentemente, na determinação do regime jurídico a adotar, especialmente aquando da emissão de valores atípicos. Como agravante, o Regulamento CMVM n.º 15/2002 foi revogado pela alínea b) do n.º 2 do art. 360.º do CSC⁸. Sendo somente aplicável aos VMC típicos, com exclusão das obrigações convertíveis, o regime das obrigações, e sendo este regime apenas apto a regular a componente de dívida dos valores mobiliários – olvidando as características do capital próprio – questiona-se se esta regulação será suficiente.

Já as obrigações convertíveis são sujeitas a um regime especial relativamente ao das obrigações, previsto nos arts. 365.º ss do CSC, que foi construído considerando as idiosincrasias originadas pela componente de capital próprio, conferindo aos contraentes

⁵ DL n.º 66/2004, de 24 de março.

⁶ Carlos Rodriguez Monroy e Ángel Huerga (2014), *Los Instrumentos Convertibles en Acciones para la Financiación Empresarial en un Entorno Económico de Restricción del Crédito Bancario*, em *Economía Industrial* n.º 32: *Innovación y Creación de Valor*, 90.

⁷ Nancy White Hukins, *An Examination of Mandatorily Convertible Preferred Stock* (1999), em *The Financial Review* 34, 89.

⁸ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (3.ª ed., Almedina 2016) 166.

uma maior segurança e proteção. Todavia, como referido, a aplicação deste regime aos outros VMC não é expressamente prevista pelo legislador português.

Considerando o exposto, propomo-nos a analisar se e até que ponto deverá a legislação prevista para as obrigações convertíveis ser aplicável como regime subsidiário aos VMC, tanto típicos como atípicos.

Para isso, cumpre examinar os diferentes VMC, de forma a determinar não só as suas características distintivas, como as comuns, que possibilitam a identificação destes valores mobiliários como uma categoria autónoma. Seguidamente, abordaremos o regime previsto para as obrigações convertíveis – mais especificamente os temas da emissão, da proteção das partes na pendência da conversão e da conversão – de forma a compreender se e até que medida poderão estas regras ser aplicáveis aos valores mobiliários em estudo.

Capítulo I

Obrigações Convertíveis

1. Conceito

As obrigações convertíveis são uma modalidade de obrigações (cf. alínea c) do art. 360.º do CSC) que conferem um direito potestativo⁹ a requerer, no lugar do reembolso, a conversão em ações ordinárias ou preferenciais ou em outros valores mobiliários (cf. alínea c) do n.º 1 do art. 360.º e n.ºs 1, 2 e 3 do art. 365.º do CSC)¹⁰, a emitir ou próprias já existentes em autocarteira (cf. n.º 1 do art. 365.º do CSC).

Estas obrigações permitem ao investidor acumular duas posições: a de credor e a de potencial acionista. Até à conversão, os obrigacionistas beneficiam do direito aos juros das respetivas obrigações, por força do n.º 1 do art. 369.º do CSC, assim como o direito ao reembolso e a um estatuto prioritário, em caso de insolvência ou liquidação, comparativamente com os acionistas¹¹. Desta forma, poderão optar pela manutenção da sua posição ou, ao invés, exercer o seu direito potestativo de converter a obrigação em ações. O número de ações a receber dependerá do valor nominal da obrigação, do preço de conversão (o valor que o investidor teria de despendar para receber uma ação)¹² e do rácio de conversão, ou seja, do número de ações que serão atribuídas ao investidor com a conversão de uma obrigação¹³. Com o exercício deste direito, o obrigacionista adquire a qualidade de acionista da sociedade, usufruindo de todos os direitos inerentes e, correlativamente, perde a posição de credor.

⁹ *Ibid.* 165.

¹⁰ Doravante falar-se-á apenas em ações, por a maioria dos instrumentos ser convertível em ações ordinárias.

¹¹ Uwe Hüffer e Jens Koch, *Aktiengesetz*, (12.ª ed., C.H. Beck, 2016) AktG § 221 [Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen] Rn. 4 <https://beck-online.beck.de/Dokument?vpath=bibdata%2Fkomm%2Fhufekoaktg_12%2Faktg%2Fcont%2Fhufekoaktg.akt.g.p221.glii.g11.glb.htm&pos=0&hlwords=on> (consultado a 20/04/2017).

¹² Richard A. Brealey; Stewart C. Myers; e Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance* (10.ª ed., McGraw-Hill Higher Education 2011) 607.

¹³ *Ibid.* Esta definição baseia-se num critério de conversão fixo, não sendo aplicável quando o rácio de conversão seja variável. Sobre as obrigações convertíveis com rácio de conversão variável, Fátima Gomes, *Obrigações Convertíveis em Ações* (Universidade Católica Editora 1999) 22 ss.

Como retribuição pelo direito de conversão usualmente é estipulada uma remuneração inferior à das obrigações simples com características semelhantes. Em alternativa, mas com menos frequência, poderá ser celebrado um acordo de subordinação¹⁴.

A obrigação convertível pode ser, desta forma, decomposta em duas vertentes: a própria obrigação e a opção de conversão (que se traduz numa *call option* detida pelo investidor), sendo o seu valor determinado por ambos¹⁵. Esta dualidade é o elemento determinante para a caracterização deste instrumento como híbrido. Por outras palavras, a componente de obrigação estabelece a qualificação de dívida. Em contraste, a opção de conversão acarreta uma componente de capital próprio, estabelecendo as obrigações convertíveis como um instrumento intermédio entre estes.

As obrigações convertíveis não se confundem com as obrigações com *warrant*. Em primeiro lugar, ao exercer o direito de conversão, o titular de uma obrigação convertível transforma-se em sócio. No caso em apreço, “*o exercício do warrant não contende com a subsistência da obrigação*”¹⁶ – o obrigacionista mantém-se enquanto tal, cumulando esta posição com a de acionista. Além disso, o exercício dos *warrants* implica um pagamento adicional, ao contrário das obrigações convertíveis, nas quais não é, em regra, necessário qualquer pagamento para a conversão operar. Deste modo, os instrumentos têm diferentes efeitos no financiamento e na estrutura de capital da empresa¹⁷. Porém, pela aproximação das figuras, o seu regime das obrigações com *warrant* praticamente consiste numa remissão para as disposições sobre as obrigações convertíveis¹⁸.

2. Motivos para a emissão

Para os juristas, é determinante conhecer os critérios nos quais as sociedades e os investidores se baseiam nas tomadas de decisões, pois apenas por esta via se poderá perceber a vontade

¹⁴ Petri Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, Vol. III: Funding Exit, Takeovers* (Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2010) 295.

¹⁵ Brealey, Myers Allen (n 12) 608.

¹⁶ Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários: Conceitos e Espécies* (2.^a ed., Universidade Católica Portuguesa 1998) 165.

¹⁷ Brealey, Myers e Allen (n 12) 611.

¹⁸ N.º 5 do art. 372.º-B do CSC.

das partes e quais os efeitos jurídicos pretendidos. Ademais, somente reconhecendo os riscos aos quais estas estão sujeitas, poderá ser construída uma eficaz proteção.

Enquanto instrumentos que se situam entre o capital próprio e o capital alheio, às obrigações convertíveis é associado um risco intermédio, atraindo investidores com esta preferência. Estes investidores poderão observar a evolução do desempenho da empresa e decidir se exercem o seu direito de conversão ou o direito ao reembolso. Assim, os VMC concedem uma segurança acrescida comparativamente ao investimento direto em capital próprio, pois os titulares poderão sempre optar pelo direito ao reembolso do valor nominal em detrimento da conversão e terão prioridade em caso de insolvência ou de liquidação. Além disso, poderão proporcionar retornos mais elevados, possibilitados apenas pelo capital próprio, através da conversão¹⁹.

Contudo, dúvidas surgem quanto às razões das sociedades para a emissão de obrigações convertíveis, questão geradora de controvérsia. As teorias mais comumente apresentadas²⁰ prendem-se com a redução do custo da dívida e com a necessidade de dirimir problemas causados pelas imperfeições de mercado, em especial as assimetrias de informação e os custos de agência. Previamente, realça-se que as teorias apresentadas não são excludentes, antes complementares, colocando a sua ênfase em distintas premissas, sendo a mais adequada ao caso concreto aferida tendo em conta as dificuldades de cada sociedade²¹.

Quanto à primeira tese, os investidores aceitam uma redução da taxa de juro em troca da componente de opção. Esta remuneração inferior diminui o custo da dívida, motivando a emissão de instrumentos convertíveis²², principalmente quando o capital próprio se encontra

¹⁹ Sem incorrerem no risco inerente ao capital próprio, cf. Tim Florstedt, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 4 – 2. Teillieferung, §221 (3.ª ed., Carl Heymanns Verlag 2017) 48-49.

²⁰ De acordo com Marie Dutordoir *et al.*, *What we do and do not know about convertible bond financing* (2014), em *Journal of Corporate Finance* 24, 4, os estudos empíricos realizados sobre o tema focam-se essencialmente nas teorias explanadas.

²¹ Stewart C. Myers, *Financing of Corporations*, em *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. I, Part A, edited by George M. Constantinides, Milton Harris and Rene M. Stulz (Elsevier 2003) 216 e *Ibid*.

²² John R. Graham e Campbell R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field* (2001), em *Journal of Financial Economics* 60, 221; Ming Dong; Marie Dutordoir; e Chris Veld, *Why Do Firms Issue Convertible Bonds? Evidence From the Field* (2016) 11 ss <<http://cfr.ivo-welch.info/readers/2017/dong-dutordoir-veld.pdf>> (consultado a 05/03/2017).

desvalorizado pelo mercado²³. Ademais, a classificação como dívida permite a qualificação dos juros pagos como gastos fiscalmente dedutíveis. Reitera-se, no entanto, que a redução do custo da dívida *per se* não determina um abatimento do custo de capital da empresa, percepção conhecida como “*free lunch story*”²⁴.

A segunda tese pode ser dividida em duas aceções. A primeira equaciona as obrigações convertíveis como uma forma de dirimir problemas de assimetria de informação relativamente ao valor²⁵ da sociedade; a segunda foca-se no nível de risco²⁶.

A primeira aceção baseou-se em sociedades com grande potencial de crescimento, cujas ações se encontram desvalorizadas e cujos custos de *financial distress* são muito elevados²⁷. Não tendo, nestes termos, interesse em recorrer à dívida de longo prazo²⁸, as sociedades pretendem financiar-se através de capital próprio, pese embora a subvalorização pelo mercado – que será certamente agravada se optar pela emissão de ações²⁹. Inversamente, a preferência pelas obrigações convertíveis – compostas por uma componente de capital próprio e uma de dívida – envia um sinal positivo ao mercado, uma vez que demonstra que os administradores detêm confiança no futuro da sociedade, acreditando que o seu valor será exponenciado com o tempo³⁰. Por isso, a reação do mercado não é tão negativa, permitindo

²³ Dong, Dutordoir e Veld (n 22) 19-23.

²⁴ Sobre este tema, Michael J. Brennan e Eduardo S. Schwartz, *The Case for Convertibles* (1998), em *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. I, Issue 2, 57-58; Guy Ford; Tyrone M. Carlin; e Nigel Finch, *Do Hybrid Instruments Lower the Firm Cost of Capital?* (2006) <<https://ssrn.com/abstract=902202>> (consultado a 16/12/2016) 43; Ross *et al.*, *Corporate Finance* (10.ª ed., McGraw-Hill/Irwin 2012) 762 ss.

²⁵ Jeremy C. Stein, *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing* (1992), em *Journal of Financial Economics* 32,3 ss.

²⁶ Brennan e Schwartz (n 24) 55-64 Michael Brennan e Alan Kraus, *Efficient Financing Under Asymmetric Information* (1987), em *Journal of Finance*, Vol. XLII, Issue 5, 1225-1243.

²⁷ Stein (n 25) 13-14.

²⁸ *Ibid.*

²⁹ Como defendem, entre outros, Nicholas S. Majluf e Stewart C. Myers, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have* (1984) NBER Working Paper No. W1396, 3-6 <<https://ssrn.com/abstract=274547>> (consultado a 04/01/2017); e Wayne H. Mikkelson e M. Megan Partch, *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process* (1986), em *Journal of Financial Economics*, Vol. XV, 32-33 e 49-50, a emissão de capital próprio é vulgarmente interpretada no sentido de que os administradores, detentores de maior informação, consideram que as ações se encontram sobrevalorizadas.

³⁰ Brealey, Myers e Allen (n 12) 610.

à sociedade conservar o seu valor, efetuar um aumento de capital diferido sobre condições mais favoráveis e prevenir a diluição do capital próprio.

A segunda vertente tem em conta uma sociedade na qual o nível de risco – e, conseqüentemente, a remuneração exigível³¹ – não são facilmente determináveis pelos investidores. Perante estas situações, são exigidas taxas de retorno elevadíssimas ou são estipulados *covenants* muito restritivos. Como alternativa a estes comportamentos³², é apontada a emissão de obrigações convertíveis³³. Estas, por deterem uma componente de opção cujo valor aumenta juntamente com o nível de risco, poderão representar um meio de proteção no caso de a empresa se revelar mais arriscada que o esperado: apesar do valor da componente da obrigação sofrer uma redução, o incremento na componente de conversão neutraliza o valor do instrumento financeiro³⁴.

Por fim, a terceira tese analisa a emissão de instrumentos de dívida que contêm uma componente de opção – como é o caso das obrigações convertíveis – como uma forma de solucionar os problemas de agência que se colocam entre os sócios ou administradores e credores³⁵. Estas questões motivam os credores a exigir uma remuneração desmesurada ou a estipular *covenants* restritivos. Por isso, as sociedades com um elevado potencial de crescimento tendem a preferir capital próprio³⁶. Em alternativa, indica-se, uma vez mais, as obrigações convertíveis³⁷.

Como a componente de opção possibilita aos credores a participação nos lucros da sociedade, estes poderão aceitar um aumento no nível de risco dos investimentos realizados pela

³¹ M. Craig Lewis; Richard J. Rogalski; e James K. Seward, *Understanding the Design of Convertible Debt* (1998), em *Journal of Applied Corporate Finance* 11, 45.

³² No sentido da alternatividade destes mecanismos, em detrimento da complementaridade, Marcel Kahan e David Yermack, *Investment Opportunities and the Design of Debt Securities* (1995), NYU Working Paper No. FIN-95-026, 17-19 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1298340> (consultado a 20/12/2016).

³³ M. C. Jensen e W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure* (1976), em *Journal of Financial Economics* 3, 354; Eilís Ferran e Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law* (2.ª ed., Oxford University Press 2014) 454.

³⁴ Lewis, Rogalski e Seward (n 31) 48.

³⁵ Richard C. Green, *Investment Incentives, Debt and Warrants* (1984), em *Journal of Financial Economics* 13, 115 ss. Veja-se também Jensen e Meckling (n 33) 354.

³⁶ Myers (n 21) 230.

³⁷ Remete-se, a preceito, para a secção anterior.

sociedade após a emissão das obrigações³⁸, tanto mais que se encontram numa situação de maior segurança relativamente aos detentores de capital próprio. Caso contrário, apenas teriam direito ao valor estipulado no contrato (*contractual claim*), não sendo do seu interesse financiar a sociedade. Igualmente, como os acionistas terão de partilhar os benefícios extraídos dos comportamentos sobre os quais residem as questões de agência com os obrigacionistas, não operando uma transferência de riqueza, terão menos incentivos para adotá-los.

3. Obrigações permutáveis

As obrigações permutáveis são uma modalidade das obrigações convertíveis³⁹, como resulta da parte final do n.º 1 do art. 365.º do CSC (“ações representativas do seu capital ou por si detidas”)⁴⁰. Distinguem-se por o direito do investidor incidir sobre a conversão em ações de uma sociedade terceira e não em capital próprio da emitente⁴¹. Não obstante, o regime previsto no CSC parece estar construído, por razões históricas, tendo em vista as obrigações convertíveis em ações representativas do capital próprio do emitente e que pressupõem um aumento de capital⁴², sendo, portanto, necessário adaptá-lo às especificidades deste valor mobiliário.

As obrigações permutáveis atuam essencialmente como uma forma de desinvestimento alternativa à venda direta das ações em mercado secundário. Não consideramos que estes instrumentos possam configurar uma alternativa à venda direta do bloco de ações, dado que implicam a renúncia a um eventual prémio de controlo.

Estes valores foram eleitos na 6.ª e 7.ª fases de privatização da EDP – Energias de Portugal, S.A. em 2005 e 2007, respetivamente, e na 5.ª fase de privatização da Galp Energia, SGPS, S.A.⁴³ em 2010. Como estamos perante sociedades com um valor estratégico essencial, a

³⁸ Lewis, Rogalski e Seward (n 31) 45; Brennan e Schwartz (n 24) 59.

³⁹ Neste sentido, Câmara (n 8) 165.

⁴⁰ Como refere também Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu (Almedina 2012) anotação ao art. 365.º, 927.

⁴¹ Benjamin Kleidt, *The Use of Hybrid Securities; Market Timing, Investor Rationing, Signaling and Asset Restructuring* (Deutscher Universitäts-Verlag 2006) 108.

⁴² Vogler Guiné, *Código...* (n 40), anotação ao art. 365.º, 928.

⁴³ DL n.º 185/2008, de 19 de setembro e Resolução do Conselho de Ministros n.º 57-A/2010, de 16 de agosto.

escolha por estas obrigações prendeu-se com a manutenção das ações no poder da sociedade emitente⁴⁴. Permitiu-se, assim, o controlo da sociedade, o recebimento dos dividendos até à conversão das obrigações e a conservação dos direitos especiais consagrados no art. 13.º do DL n.º 141/2000, de 15 de julho (art. 6.º do DL n.º 209-A/2005, de 2 de dezembro).

Normalmente, o motivo principal apontado para a utilização destes instrumentos prende-se com a desvalorização das ações pelo mercado⁴⁵, pois o diferimento temporal entre a emissão das obrigações e a sua conversão permite uma eventual subida do preço⁴⁶. Mas, mais importante, um desinvestimento repentino causaria desconfiança no mercado. Ao criar este diferimento temporal, o emitente demonstra confiança na sociedade na qual pretende desinvestir⁴⁷ e confere ao investidor uma “garantia de recompra”⁴⁸ no caso da sociedade-alvo se desvalorizar, pela possibilidade de não converter as obrigações em ações. Os problemas de assimetria de informação que o desinvestimento poderia causar são mitigados e as ações não sofrem uma desvalorização tão forte⁴⁹.

Existem outros motivos adicionais relacionados com considerações fiscais e custos para a venda das ações, como as comissões devidas a instituições financeiras⁵⁰.

⁴⁴ Preâmbulo do DL n.º 209-A/2005, de 2 de dezembro e do DL n.º 382/2007, de 15 de novembro, quanto à EDP – Energias de Portugal, S.A., e Preâmbulo do DL n.º 185/2008, de 19 de setembro, relativamente à Galp Energia, SGPS, S.A..

⁴⁵ Damian Kaźmierczak e Jakub Marszałek, *The use of exchangeable bonds during the privatization process* (2013), em *Financial Internet Quarterly, e-Finance*, Vol. IX, n.º 4, 87 <<http://e-finance.com/archives/?page=wpabstracts&tab=attachments&task=download&type=attachment&id=204>> (consultado a 05/02/2017).

⁴⁶ Chinmoy Ghosh; Raj Varma; e J. Randall Woolridge, *An analysis of exchangeable debt offers* (1990), em *Journal of Financial Economics*, Vol. XXVIII, Issues 1-2, 257.

⁴⁷ Kaźmierczak e Marszałek (n 45) 88-89.

⁴⁸ Brad M Barber, *Exchangeable Debt* (1993), em *Financial Management*, Vol. XXII, n.º 2, 54.

⁴⁹ *Ibid.* 56.

⁵⁰ Ghosh, Varma e Woolridge (n 46) 257 e Kleidt (n 41) 108-109.

Capítulo II

Outros Valores Mobiliários Convertíveis

4. Enquadramento

A inovação financeira permitiu a criação de outros VMC, além das obrigações convertíveis, que se distinguem daquelas essencialmente pelo facto que despoleta a conversão. Este, ao invés de operar pelo exercício de um direito potestativo do investidor, opera automaticamente – no caso dos valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis (doravante VMOC) –, pelo exercício de um direito potestativo do emitente – como decorre com os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente (doravante *reverse convertibles*) –, ou pela verificação de um evento de desencadeamento (*trigger event*), previamente contratualizado – como ocorre com os valores mobiliários contingentemente convertíveis (doravante CoCos). Será principalmente sobre os últimos que a análise realizada no presente capítulo irá incidir, visto serem os VMC que de maior destaque têm vindo a beneficiar nos últimos anos e por estarem mais testados, desenvolvidos e estudados na literatura nacional e internacional mais recente.

Por força destas diferenças na configuração dos valores mobiliários, ao titular não é garantido o reembolso do valor nominal⁵¹. Mesmo que o valor de mercado das ações a receber através da conversão diminua, o investidor está sujeito a aceitá-las, em vez do reembolso do valor investido.

Estas considerações levaram a que alguma doutrina afastasse a classificação destes valores mobiliários como obrigações⁵². De acordo com esta aceção, a relação entre o emitente e o obrigacionista consiste substancialmente num contrato de mútuo, sendo o reembolso da quantia mutuada um elemento essencial⁵³. Existindo o risco de ao investidor não ser

⁵¹ Cristina Sofia Dias, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas* (dezembro de 2002), em *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, 106.

⁵² *Ibid.* 106 ss.

⁵³ António Silva Dias, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações* (Quid Juris? Sociedade Editora 2002) 34 ss e 42 ss e Câmara (n 8) 141 ss.

devolvida esta quantia – o valor nominal do instrumento representativo de dívida – não poderíamos estar perante uma obrigação⁵⁴.

5. Valores Mobiliários Obrigatoriamente Convertíveis (VMOC)

5.1. Conceito

Os VMOC foram reconhecidos pela primeira vez em Portugal pelo Regulamento da CMVM n.º 15/2002⁵⁵. Como os outros VMC, são constituídos por um elemento de capitais alheios e por um de capitais próprios⁵⁶. Destacam-se por a contrapartida do preço de aquisição consistir obrigatoriamente num pagamento em espécie: a entrega de ações ou de outros valores mobiliários⁵⁷, garantindo ao emitente maior previsibilidade comparativamente aos outros instrumentos em estudo⁵⁸. Foram objeto de destaque com a emissão pelo Sporting Clube de Portugal, Futebol – SAD.

Este valor mobiliário é qualificado juridicamente como capital alheio. No entanto, do ponto de vista financeiro, é o instrumento de dívida convertível que mais se aproxima do capital próprio⁵⁹, detendo a componente de crédito, por isso, menor relevância⁶⁰, chegando mesmo a ser considerado um aumento de capital diferido⁶¹. Não obstante, como em qualquer VMC, esta questão dependerá das características específicas da emissão⁶².

⁵⁴ Dias (n 51) 106 ss.

⁵⁵ Este Regulamento, porque anterior ao fim do princípio da tipicidade, teve como principal objetivo o reconhecimento dos VMOC e dos *reverse convertibles*, como se pode verificar no Preâmbulo.

⁵⁶ Neste caso, a componente de capital próprio aproximar-se de um futuro.

⁵⁷ Doravante, iremos focar-nos na primeira opção.

⁵⁸ Mag. Ines Krausler, *Die Pflichtwandelanleihe*, Exposé der Dissertation angestrebter akademischer Grad Doktor iuris (Institut für Unternehmens- und Wirtschaftsrecht Universität Wien 2011) 2. <https://ssc-rechtswissenschaften.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/s_rechtswissenschaft/Doktoratsstudium_PhD/Expose_1/Wirtschafts-_und_Unternehmensrecht_Gesellschaftsrecht_/Die_Pflichtwandelanleihe.pdf> (consultado a 05/05/2017).

⁵⁹ Manuel Ammann e Ralf Seiz, *Pricing and Hedging Mandatory Convertible Bonds* (2006), em *Journal of Derivatives*, Vol. XIII, n.º 3, 3 <https://www.alexandria.unisg.ch/22499/1/Pricing_and_Hedging_MandatoryWPS16_MCB_Paper_Jan2006.pdf> (consultado a 05-02-2017).

⁶⁰ Rodriguez Monroy e Huerga (n 6) 91.

⁶¹ Kleidt (n 41) 10; Perestrelo de Oliveira (n 1) 167 e Florstedt (n 19) 154.

⁶² Por exemplo, o pagamento dos juros dos VMOC emitidos pelo Sporting Clube de Portugal, Futebol – SAD em 2014 é dependente da existência de lucros, havendo, neste caso, uma fortíssima aproximação ao capital próprio. Veja-se <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53266.pdf>, consultado a 03-05-2017.

Atualmente, é-lhes aplicável as normas das obrigações, por força da alínea b) do n.º 2 do art. 360.º do CSC. No entanto, como referido, este regime não tem em conta as especificidades dos VMOC que decorrem do seu carácter híbrido, sobretudo tendo em conta a sua aproximação com os capitais próprios.

5.2. Motivos para a emissão

A principal justificação para o investimento neste valor mobiliário é, para o titular, o cupão superior aos dividendos oferecidos pela sociedade⁶³.

A emissão de VMOC, do ponto de vista do emitente, corresponde a um aumento de capital diferido, com vantagens fiscais⁶⁴, podendo a sociedade estipular uma *call option* se pretender reservar-se ao direito ao reembolso por sua iniciativa. É muita vez associada a um elevado nível de alavancagem e uma desvalorização das ações pelo mercado⁶⁵.

Estando a sociedade muito alavancada, a emissão de instrumentos tão próximos do capital próprio permite melhorar o *rating*⁶⁶ e os rácios financeiros, o que se traduz numa redução das taxas de juro aplicáveis. Poderão mesmo ser a base de uma reestruturação da sociedade, porque, ao conterem determinadas características, poderão ser classificados

⁶³ Ammann e Seiz (n 59) 3; Rodriguez Monroy e Huerga (n 6) 91; Chemmanur *et al.*, *A Theory of Mandatory Convertibles* (2014), em *Journal of Banking & Finance* 42, 353.

⁶⁴ Enrique R. Arzac, *PERCS, DECS, and Other Mandatory Convertibles* (1997), em *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. X, n.º 1, 57; H. Huang, *Valuation of Convertible Bonds*, Inaugural Dissertation zur Erlangung des Grades eines Doktors der Wirtschafts und Gesellschaftswissenschaften durch die Rechts und Staatswissenschaftliche (Fakultät der Rheinischen Friedrich–Wilhelms Universität Bonn 2010) 79; Chemmanur *et al.* (n 63) 357.

⁶⁵ Arzac (n 64) 57; Huang (n 64) 79; Chemmanur *et al.* (n 63) 368.

⁶⁶ Arzac (n 64) 57; Huang (n 64) 79. Além disso, a Standard & Poor's (S&P) e a Fitch desenvolveram metodologias para quantificar a componente de capital próprio de um instrumento híbrido de financiamento. Nestas, quanto maior esta componente, melhor será o *rating*.

contabilmente como Capital Próprio⁶⁷, parcial⁶⁸ ou totalmente⁶⁹, reduzindo o nível de alavancagem da sociedade.

6. Valores Mobiliários Convertíveis Por Opção do Emitente (*Reverse Convertibles*)

6.1. Conceito

Os *reverse convertibles* foram também consagrados pelo Regulamento da CMVM n.º 15/2002 nos mesmos termos dos VMOC, e são atualmente regulados pelo regime das obrigações, por força da alínea b) do n.º 2 do art. 360.º do CSC.

Tratam-se de valores mobiliários representativos de dívida nos quais o emitente pode optar por exercer o direito potestativo a substituir o reembolso do valor nominal pela entrega de ações ou outro ativo subjacente, ou pelo seu valor em dinheiro⁷⁰. São, assim, constituídos por uma componente de dívida e por uma *put option*, detida pelo emitente, que lhe permite alienar as ações ao investidor a um preço pré-contratualizado, o preço de referência. A *put option* será exercida se o valor do ativo subjacente for inferior ao preço de referência.

São extremamente heterogéneos, complexos e de difícil valoração, dependendo das condições estipuladas em cada caso concreto⁷¹. Nos últimos anos, foram objeto de diversas emissões por bancos europeus⁷².

⁶⁷ De acordo com as normas internacionais de contabilidade, IAS 32 (Instrumentos financeiros: divulgação e apresentação) e IAS 39 (Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração).

⁶⁸ É o caso dos VMOC emitidos em 2010 pelo Sporting Clube de Portugal, Futebol – SAD, cf. <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd19257.pdf>, consultado a 08/05/2017. Veja-se, a este propósito, o Relatório e Contas da época desportiva de 2015/2016, disponível em http://cdn.sporting.digitaljump.xyz/sites/default/files/documentos/relatoriocontassporting_sad20152016.pdf, consultado a 08/05/2017.

⁶⁹ Como os VMOC emitidos em 2014 pelo Sporting Clube de Portugal, Futebol – SAD, cf. <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53266.pdf>, consultado a 08/05/2017. Veja-se, a este propósito, o Relatório e Contas referido na nota anterior.

⁷⁰ Doravante, iremos focar-nos apenas na entrega de ações, por ser relativamente a esta modalidade que poderá ser justificada a aplicação do regime das obrigações convertíveis.

⁷¹ Florstedt (n 19) 156.

⁷² Marta Szymanowska; Jenke Ter Horst; e Chris Veld, *Reverse Convertible Bonds Analyzed* (2009), em *Journal of Futures Markets*, Vol. 29, n.º 10, 3 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730543> (consultado a 14/11/2017). A título exemplificativo,

Muitas vezes, é adotada uma configuração semelhante à dos CoCos⁷³, seguidamente analisados, criando-se uma figura que agrega estes dois VMC. Nestes casos, as características da emissão irão ser configuradas de forma a que o valor mobiliário possa ser eleito como fundo próprio da instituição de crédito⁷⁴.

6.2. Motivos para a emissão

Os investidores que optam por estes valores mobiliários são atraídos pelos cupões elevados, em especial comparativamente às obrigações com o mesmo prazo de vencimento usual – de seis meses a dois anos⁷⁵ –, cupões estes que remuneram o risco de perda de capital subjacente à *put option* embutida no valor mobiliário⁷⁶.

Relativamente ao emitente, o propósito da emissão dos *reverse convertibles* dependerá das características da emissão⁷⁷.

São muitas vezes emitidos por instituições financeiras que atuam como um veículo de financiamento, emitindo *reverse convertibles* cujo ativo subjacente incida sobre ações de uma ou mais sociedades que não correspondem ao emitente⁷⁸.

Quando o ativo subjacente são ações a emitir pela mesma sociedade, estes valores mobiliários possibilitam um meio de absorção de perdas, através da conversão de dívida em capital

<https://www.xmarkets.db.com/CH/Download/Termsheet/7f8f0a63-91a2-4f82-af6c-2c982d33c787>, consultado a 28-04-2017.

⁷³ Florstedt (n 19) 158.

⁷⁴ Esta questão será desenvolvida na secção 7 do trabalho.

⁷⁵ Martina Valeri, *Reverse convertible bonds*, Tesi di Laurea in Finanza Matematica (Alma Mater Studiorum – Università di Bologna 2016) 11.

⁷⁶ Szymanowska, Horst e Veld (n 72) 3; Sabrina Lux, *Die Dogmatik des Umtausches von Wandelanleihen in Aktien* (Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft 2014) 146; *Ibid.*

⁷⁷ Florstedt (n 19) 157.

⁷⁸ Christopher L. Culp, *Contingent capital vs. contingent reverse convertibles for banks and insurance companies* (2009), em *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 21, n.º 4, 23; Valeri (n 75) 13.

próprio por decisão discricionária⁷⁹. Podem também providenciar um meio de reestruturação⁸⁰.

Acresce que a remuneração paga aos investidores é, em regra, fiscalmente dedutível, por ser classificada como juros.

Quando *reverse convertibles* são configurados de forma semelhante aos CoCos, o fim da emissão é a eleição como fundo próprio da instituição de crédito⁸¹.

7. Valores Mobiliários Condicionalmente Convertíveis (CoCos)

7.1. Conceito

Os CoCos são valores mobiliários atípicos que surgiram como consequência da crise financeira iniciada em 2007 com a declaração de insolvência da Lehman Brothers. Esta criou uma onda de contágio em todo o sistema financeiro e o encerramento do mercado interbancário, do qual muitas instituições, especialmente bancos, dependiam quase exclusivamente. Tornou-se necessário, para assegurar a sua sobrevivência, capitalizar estes bancos, não estando disponíveis, no entanto, capitais para o efeito.

Neste contexto, foram criados valores mobiliários que, apesar de se qualificarem como capitais alheios, continham características de capitais próprios, mediante a conversão automática e obrigatória⁸² em outros valores mobiliários, normalmente elegíveis como fundos *Common Equity Tier 1* (CET 1). v.g. em ações, com a verificação de um evento pré-contratualizado (*trigger event*)⁸³.

⁷⁹ Uwe Hüffer e Jens Koch, *Aktiengesetz* (12.^a ed., C.H. Beck 2016) AktG § 221 [Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen], Rn. 5b <https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/HuefKoAktG_12/AktG/cont/HuefKoAktG.AktG.p221.gIII.gI1.gIb.gIbb.htm> (consultado a 20/04/2017); e Florstedt (n 19) 157.

⁸⁰ Florstedt (n 19) 159.

⁸¹ Esta questão é desenvolvida na secção 7 desta dissertação.

⁸² José Antonio Ballesteros Garrido e Miguel Pérez Guerra, *La protección del cliente minorista en relación con la comercialización de obligaciones convertibles* (janeiro – março 2016), em *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 299, 267.

⁸³ Excluimos, assim, do âmbito deste trabalho os *write-down CoCos*, nos quais o a verificação do evento de desencadeamento provoca uma diminuição ou mesmo a exclusão do seu valor nominal.

Portugal não se manteve à margem desta situação e, em 2012, assistimos às emissões do Banco Português de Investimento, S.A. (BPI)⁸⁴, do Banco Comercial Português, S.A., (BCP)⁸⁵ e da Caixa Geral de Depósitos, S.A.⁸⁶ – todas subscritas pelo Estado Português, no contexto de operações de recapitalização com recurso a investimento público, previstas na Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro e na já revogada Portaria 150-A/2012, de 17 de maio; em 2013, do Banco Internacional do Funchal, S.A. (BANIF)⁸⁷, em condições semelhantes.

Saliente-se, todavia, que as diferentes emissões mencionadas têm normalmente apenas um elemento em comum: a convertibilidade contingente dos valores mobiliários. Todos os outros elementos divergem de emissão para emissão. Melhor escrevendo, uma das principais características destes valores mobiliários é a sua heterogeneidade, podendo ser adaptados consoante as especificidades do caso concreto e as necessidades dos contraentes. Sendo normalmente o preenchimento dos requisitos definidos para a elegibilidade de um instrumento financeiro como fundo próprio a principal necessidade dos contraentes, os valores mobiliários deverão ser ajustados tendo em conta estes requisitos.

Esta heterogeneidade gera dificuldades na classificação dos CoCos, em especial dos elegíveis como *Additional Tier 1* (AT1)⁸⁸.

De acordo com a alínea g) do n.º 1 do art. 52.º do Regulamento (UE) n.º 575/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho (*Capital Requirements Regulation* ou CRR), para que sejam classificáveis como fundos próprios AT1, não poderá ser previsto um

⁸⁴ Despacho do Ministro das Finanças n.º 8840-A/2012, de 28 de junho.

⁸⁵ Despacho do Ministro das Finanças n.º 8840-B/2012, de 28 de junho.

⁸⁶ Despacho do Ministro das Finanças n.º 8840-C/2012, de 28 de junho.

⁸⁷ Despacho do Ministro das Finanças n.º 1527-B/2013, de 23 de janeiro.

⁸⁸ Sobre os requisitos que devem ser preenchidos para que os CoCos sejam elegíveis como fundos próprios AT1 e *Tier 2* nas instituições de crédito, entre outros, Miguel Brito Bastos, *A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações (contingent convertibles) como fundos próprios de instituições de crédito na transição para Basileia III*, em *O novo direito bancário*, coord. Paulo Câmara / Manuel Magalhães (Almedina 2012) 175 ss; Vogler Guiné, *O Financiamento...* (n 4) 75 e ss.; Andreas Cahn e Patrick Kenadjian, *Contingent Convertible Securities: From Theory to CRD IV*, Working Paper Series No. 143/2014 (Institute for Law and Finance Goethe-Universität Frankfurt Am Main 2014) 19 e João Teles, *Os contingent convertibles (CoCos) como instrumentos de fundos próprios à luz da CRD IV e do CRR – Destaque para os perigos de a opção legislativa por um “low trigger* (Estudos, Instituto dos Valores Mobiliários 2016) <https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1485960222cocos_como_instrumentos_at1s_jpt_vf.pdf> (consultado a 04/05/2017).

prazo de vencimento para o reembolso do capital. Como suprarreferido⁸⁹, alguma doutrina entende que estes valores mobiliários não podem ser considerados obrigações, visto que o reembolso se configura como um direito eventual⁹⁰.

Em sentido contrário, alguns autores defendem a inexistência de motivos para o afastamento da classificação como obrigações⁹¹, pois ao titular é conferido um direito de crédito sobre os juros e sobre o capital em sede de liquidação da sociedade⁹². Além disso, o reembolso do capital pode ser configurado como uma obrigação com cláusula *cum voluerit*, ou seja, prevista no n.º 2 do art. 778.º do Código Civil, dependente do exercício de uma cláusula *call option*⁹³, vencendo-se com a declaração de insolvência do emitente, de harmonia com o n.º 1 do art. 780.º do Código Civil⁹⁴.

Não obstante, é pacífica a aplicação do regime das obrigações aos valores mobiliários com estas características, decorrente da alínea a) do n.º 2 do art. 360.º do CSC.

Todavia, a questão analisada é mais complexa, ponderada a imposição da alínea l) do n.º 1 do art. 52.º do CRR: a instituição emitente deverá poder, discricionariamente e numa base não cumulativa, cancelar o pagamento dos juros sem que tal a constitua em incumprimento. Ora, face ao exposto, dificilmente se poderá configurar uma obrigação legal de pagamento dos juros⁹⁵. A obrigação decorrerá apenas da consciência das consequências da não remuneração dos investidores, nomeadamente da quebra reputacional e do incremento das taxas de juro futuramente exigidas.

Consequentemente, a classificação dos CoCos elegíveis como fundos próprios AT1 enquanto capitais alheios apenas poderá decorrer do direito de crédito dos titulares sobre o capital em

⁸⁹ Secção 4.

⁹⁰ Silva Dias (n 53) 34 ss e 42 ss; Câmara (n 8) 141 ss.

⁹¹ Vogler Guiné, *O Financiamento...* (n 4) 86; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, (Almedina 2016) 158 ss; José Engrácia Antunes, *Instrumentos Financeiros* (3.ª ed., Almedina 2017) 118 e 123 ss

⁹² Vogler Guiné, *O Financiamento...* (n 4) 86; Engrácia Antunes, *Instrumentos...* (n 91) 118 e 123 ss.

⁹³ Vogler Guiné, *O Financiamento...* (n 4) 86; Engrácia Antunes, *Instrumentos...* (n 91) 124.

⁹⁴ Vogler Guiné, *O Financiamento...* (n 4) 86.

⁹⁵ *Ibid.* 87 e Cahn e Kenadjian (n 88) 51.

sede de liquidação, contrapondo-se ao direito dos acionistas ao ativo remanescente da sociedade⁹⁶.

7.2. Evento de desencadeamento

O evento de desencadeamento dos CoCos poderá revestir uma de três modalidades: evento de desencadeamento baseado num rácio contabilístico (*accounting* ou *capital ratio trigger*), num critério de mercado (*market trigger*) ou numa decisão por parte da entidade supervisora (*regulatory* ou *non-viability trigger*)⁹⁷. Muitas emissões cumulam mais que um evento de desencadeamento⁹⁸.

O *accounting trigger* determina a conversão do valor mobiliário em face do valor de um determinado rácio, normalmente determinado tendo em conta os instrumentos financeiros elegíveis como capital CET 1 e os ativos do banco, calculados considerando o risco que estes representam para a instituição. Este rácio pode ser mais ou menos elevado, e, concomitantemente, será mais ou menos provável que a conversão se verifique. Foi este o evento de desencadeamento adotado na União Europeia, ocorrendo a conversão automaticamente com a verificação de um rácio de CET 1 de, pelo menos, 5,125%, de acordo com a alínea a) do n.º 1 do art. 54.º do CRR.

O *market trigger* refere-se a um “*elemento observável que reflète a solvência da instituição insolvente*”⁹⁹, normalmente o preço das ações. Porém, torna-se impossível de aplicar perante instituições de crédito não cotadas – situação extremamente frequente na União Europeia, e, em particular, em Portugal¹⁰⁰.

⁹⁶ Neste sentido, Vogler Guiné, *O Financiamento...* (n 4). 89 e Cahn e Kenadjian (n 88) 51-52.

⁹⁷ Sobre as vantagens e desvantagens destes eventos de desencadeamento, Teles (n 88) 19-20 e 38 e ss.

⁹⁸ Stephanie Chan e Sweder van Wijnbergen, *CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility*, Tinbergen Institute Discussion Paper 16-007/VI (2016) 3.

⁹⁹ Jan de Spiegeleer; Cynthia Van Hulle e Wim Schoutens, *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds and Bail-In* (Wiley Finance 2014) 85 (tradução livre).

¹⁰⁰ *Ibid.* e Teles (n 88) 18 e 38.

Por fim, o *regulatory trigger* concede entidade supervisora a discricionariedade de acionara conversão quando considerar que a instituição de crédito se encontra numa situação financeira que justifique esta medida.

7.3. Motivos para a emissão

A declaração de insolvência de uma instituição de crédito, especialmente de um banco, poderá criar um risco de contágio a todo o sistema financeiro, levando ao colapso de outras instituições, dadas as estreitas relações estabelecidas entre elas. Este risco sistémico determina a sujeição a condicionantes na sua estrutura de capital e, em especial, ao conjunto de regulamentação relativamente aos fundos próprios.

Neste âmbito, destacam-se os acordos realizados pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia. Em 1988, foi publicado e adotado internacionalmente o *International Convergence of Capital Measurement and Standards*, mais comumente designado por Basileia I, que definiu os requisitos mínimos sobre os fundos próprios das Instituições de Crédito e dividiu-os em duas categorias: os fundos *Tier 1*¹⁰¹ e *Tier 2*¹⁰², de acordo com a sua capacidade de absorção de perdas, se num cenário de continuação da atividade (*going-concern*) ou de liquidação da instituição (*gone-concern*). Em 2004, foi publicada uma versão revista: Basileia II.

No entanto, a crise financeira iniciada em 2007 com a declaração de insolvência da Lehman Brothers demonstrou a insuficiência da regulação existente.

Com a terceira revisão ao *International Convergence of Capital Measurement and Standards*, ou Basileia III, posteriormente adotadas na União Europeia através do CRR e da Diretiva 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho (*Capital Requirements Directive* ou CRD IV)¹⁰³, procurou-se “melhorar a capacidade do setor bancário para absorver choques decorrentes de cenários adversos de natureza económica e

¹⁰¹ Atualmente divididos em CET 1 e AT1.

¹⁰² Spiegeleer; Hulle e Schoutens (n 99) 8.

¹⁰³ Para maiores desenvolvimentos, Manuel Magalhães, *A evolução no direito prudencial bancário no pós-crise: Basileia III e CRD IV*, em *O Novo Direito Bancário*, coord. Paulo Câmara / Manuel Magalhães, (Almedina 2012) 285 e ss.

financeira”¹⁰⁴. Adotaram-se novas regras relativas à elegibilidade de instrumentos financeiros como fundos próprios com o objetivo de incrementar a sua quantidade e qualidade para efeitos de absorção de perdas¹⁰⁵.

À luz do novo quadro legislativo, e da conjuntura mencionada, os CoCos têm vindo a beneficiar de muita atenção no que concerne ao preenchimento dos requisitos referentes aos fundos próprios das instituições de crédito. Estes valores mobiliários permitem a absorção de perdas por força da sua convertibilidade em ações, quer num cenário de *going-concern*, ou como *gone-concern*, conforme a conversão suceda no primeiro ou no segundo cenário¹⁰⁶. Simultaneamente, constituem um custo inferior para a instituição de crédito comparativamente ao capital próprio, dada a dedutibilidade fiscal dos juros e por a remuneração exigida pelos investidores ser menor.

O destaque atribuído a estes valores mobiliários prende-se com a possibilidade de os configurar de forma a preencher os critérios dispostos para a elegibilidade como *Additional Tier 1 Capital*, isto é, num prisma *going-concern*. Este objetivo é alcançado através da automática conversão do valor mobiliário em ações numa fase em que a sociedade enfrenta algumas dificuldades financeiras e carece de capitalização, mas é ainda apta para prosseguir o seu objeto social. Por outras palavras, a sociedade obtém capital da melhor qualidade numa fase em que a sua capitalização através dos mercados financeiros seria extremamente onerosa ou mesmo impossível¹⁰⁷, o que obrigaria o Estado a intervir e injetar capital público na instituição de crédito¹⁰⁸. Estes valores mobiliários são, por isso, preferidos pelo legislador comparativamente com a dívida subordinada¹⁰⁹.

¹⁰⁴ <https://www.bportugal.pt/page/micro-regras-prudenciais?mlid=1869>, consultado a 03/10/2017.

¹⁰⁵ Gera Kieweiet; Iman van Lelyveld; e Sweder van Wijnbergen, *Contingent Convertibles: Can the Market Handle Them?*, (DNB Working Paper No. 572, 2017) 5 <https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20572_tcm46-363769.pdf> (consultado a 10/10/2017).

¹⁰⁶ Stefan Avdjiev; Anastasia Kartasheva; e Bilyana Bogdanova, *CoCos: a primer* (setembro de 2013), em *BIS Quarterly Review*, 44.

¹⁰⁷ Spiegeleer; Hulle e Schoutens (n 99) 77; Timo Koffer, *Basel III – Implications for Banks’ Capital Structure: What Happens with Hybrid Capital Instruments?* (Anchor Academic Publishing 2013) 17.

¹⁰⁸ Stan Maes e Wim Schoutens, *Contingent Capital: An In-Depth Discussion* (2012), em *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, Vol. 41, n.º ½, 65-66.

¹⁰⁹ Chan e Wijnbergen (n 98) 1.

Além disso, com a conversão, o passivo da instituição é automaticamente reduzido, por força da extinção do direito ao reembolso do valor nominal¹¹⁰, melhorando, simultaneamente, a liquidez da instituição¹¹¹.

Os CoCos poderão também atuar como mecanismos de absorção de perdas num cenário *gone-concern*, visto que a conversão determina que os investidores irão participar nesta operação como acionistas¹¹², ou seja, tendo direito ao ativo remanescente da instituição após o integral pagamento aos credores¹¹³¹¹⁴. Por outras palavras, não sendo o ativo da instituição suficiente para cumprir as obrigações da sociedade para com todos os credores, os titulares dos VMC, na qualidade de acionistas, irão participar nas perdas¹¹⁵, prevenindo a necessidade de resgate da instituição através do capital dos contribuintes.

Os CoCos são ainda apontados como uma forma de dirimir problemas de agência¹¹⁶, constituindo um incentivo para que os administradores e acionistas atuem de forma a evitar a conversão, preterindo investimentos com um nível de risco excessivo¹¹⁷ por força da (possível) diluição económica e da (certa) diluição política que ocorrerá com a conversão¹¹⁸.

Os investidores são atraídos por estes valores mobiliários devido aos elevados cupões oferecidos como contrapartida da sua natureza altamente complexa e difícil avaliação e da possibilidade da conversão. A conversão não é desejada, atuando antes como um dos principais riscos para o titular, pois será obrigado a absorver as perdas da instituição de crédito¹¹⁹.

¹¹⁰ Brito Bastos (n 88) 203; Maes e Schoutens (n 108) 63.

¹¹¹ Robert W. Greene, *Understanding CoCos: What Operational Concerns & Global Trends Mean for U.S. Policymakers* (2016), em *M-RCBG Associate Working Paper Series* no. 62, 6 < https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/CoCo_Greene_Public_Final.pdf > (consultado a 20/10/2017). No entanto, como refere Koffer (n 107) 17, os CoCos, *per si*, não serão eficazes para solucionar uma crise de liquidez.

¹¹² Brito Bastos (n 88) 202.

¹¹³ Sobre os requisitos que devem estar preenchidos para que os CoCos sejam elegíveis como fundos próprios *Tier 2*, Cahn e Kenadjian (n 88) 19.

¹¹⁴ Nijjs (n 2) 1.

¹¹⁵ Brito Bastos (n 88) 203.

¹¹⁶ Vogler Guiné, *Financiamento...* (n 4) 88.

¹¹⁷ Cahn e Kenadjian (n 88) 4 ss.

¹¹⁸ Spiegeleer, Van Hulle e Schoutens (n 117) 107 e Teles (n 88) 12 e 17.

¹¹⁹ No mesmo sentido, Brito Bastos (n 88) 203-204 e Rodriguez Monroy e Huerga (n 6) 91.

Capítulo III

Emissão de Obrigações Convertíveis

8. Requisitos da emissão

O carácter híbrido das obrigações convertíveis reflete-se no regime da emissão: seguem o regime geral da emissão de obrigações, com algumas especialidades relativas às exigências dos aumentos de capitais por emissão de novas ações¹²⁰.

Os requisitos da emissão¹²¹ podem ser divididos em condicionalismos subjetivos, objetivos e complementares¹²².

Relativamente às condições subjetivas, apenas certas entidades estão legalmente habilitadas para emitir obrigações. No caso das obrigações convertíveis, o art. 365.º do CSC admite a sua emissão pelas sociedades anónimas.

O autor citado divide os pressupostos objetivos em três subcategorias.

Os relativos ao próprio emitente, em primeiro lugar, sendo que, em princípio, é necessária previsão nos estatutos (cf. f) do art. 272.º do CSC), o registo definitivo do contrato há mais de um ano (cf. n.º 2 do art. do CSC) e a liberação integral do capital social, ou colocação em mora dos acionistas remissos (cf. n.º 4 do art. 348.º do CSC).

Em segundo, os pressupostos relativos à emissão, de acordo com os quais as emissões ou séries anteriores deverão estar inteiramente subscritas ou liberadas (cf. n.ºs 2 e 4 do art. 350.º do CSC e art. 169.º do CVM) e a sociedade deverá apresentar, em regra, um rácio de autonomia financeira igual ou superior a 35 pontos percentuais, calculado de acordo com o n.º 1 do art. 349.º do CSC.

¹²⁰ Javier García de Enterría, *La Delegación en los Administradores de la Facultad de Emisión de Obligaciones Convertibles*, em *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 9 (*La Ley* 2011) 10.

¹²¹ De obrigações simples.

¹²² Engrácia Antunes, *Instrumentos...* (n 91) 126 ss.

Por fim, os pressupostos relativos à aprovação e realização da emissão, especialmente regulados no art. 366.º do CSC.

O n.º 1 do art. 366.º atribui competência à Assembleia Geral para deliberar a emissão, que deverá incidir sobre os elementos especificados no n.º 2, para além do conteúdo mínimo essencial à deliberação de qualquer obrigação: a modalidade a emitir, o montante da emissão e o valor nominal das obrigações¹²³. Exige-se que a deliberação seja aprovada, pelo menos, pela maioria exigida para um aumento de capital por novas entradas – imposição natural, dado que a deliberação da emissão “*implica a aprovação do aumento de capital da sociedade no montante e nas condições que vierem a ser necessários para satisfazer os pedidos de conversão*” (n.º 3 do art. 366.º do CSC).

Deste modo, o aumento de capital é aprovado *ipso juris* com a deliberação de emissão das obrigações convertíveis¹²⁴, “*na medida correspondente às faculdades de conversão e aos warrants que venham a ser exercidos e a executar aquando desse mesmo exercício*”¹²⁵, sendo irrevogável¹²⁶. Esta solução foi adotada em vários ordenamentos jurídicos e tem origem na Alemanha, com o *Bedingte Kapitalerhöhung* (aumento de capital condicional), consagrado no § 192 e seguintes do *Aktiengesetz*, em especial, quanto às obrigações convertíveis, no § 192 (2)¹²⁷. Este aumento de capital é condicional no sentido em que é eventual e dependente do exercício do direito de conversão¹²⁸.

¹²³ Nuno Barbosa, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu (Almedina 2012), anotação ao art. 350.º, 798.

¹²⁴ Salvo nos casos excecionais previstos no n.º 2 do artigo 371.º, nos quais os pedidos de conversão podem ser satisfeitos com ações já emitidas e que se encontrem disponíveis para o efeito.

¹²⁵ Osório de Castro (n 16) 176. Numa posição semelhante, Perestrelo de Oliveira (n 1) 163 advoga que uma segunda e autónoma deliberação de aumento de capital será irrelevante, considerando-se implicitamente aprovado aquando da deliberação de emissão de obrigações convertíveis.

¹²⁶ Vogler Guiné, *Código...* (n 40), anotação ao art. 366.º, 936; Gomes (n 13) 115.

¹²⁷ Luis Fernández del Pozo, *Las Obligaciones Convertibles y la Defensa de la Integridad del Capital Social* (2014), em *Revista de Derecho Mercantil* 294, 3
<<https://signon.thomsonreuters.com/?productid=EREAD&viewproductid=EREAD&returnto=http%3A%2F%2Fproview.thomsonreuters.com%2Flibrary.html%3Fsponsor%3D0000101319-IP&culture=es-ES&lr=12&bhcp=1&bhhash=1#/library>> (consultado a 20/05/2017). Esta figura não foi fielmente repetida em Portugal, revelando, contudo, proximidade. Serve também outros fins, como o direito de subscrição de emissões de *warrants* ou concedidos aos trabalhadores da sociedade num plano de participação nos lucros e a preparação da sociedade para uma fusão.

¹²⁸ Alberto Javier Tapia Hermida, *Las Obligaciones Convertibles en el Derecho Español*, em *Derecho de Sociedades Anónimas*, Libro III, Vol. II (Civitas 1994) 1140.

O Conselho de Administração poderá aprovar a emissão de obrigações convertíveis, desde esteja autorizado a deliberar a emissão de obrigações e o aumento do capital social até ao limite máximo que possa resultar da conversão (cf. n.º 6 do art. 366.º do CSC)¹²⁹.

Por último, os aspetos complementares relacionam-se com as próprias obrigações: devem conferir na mesma emissão direitos de crédito iguais (cf. n.º 1 do art. 348.º do CSC) e possuir um valor nominal equivalente, em moeda com curso legal em Portugal (cf. n.º 1 do art. 348.º e n.º 3 do art. 352.º do CSC, respetivamente).

9. Direito de preferência

Os atuais acionistas gozam de direito de preferência quanto à emissão de obrigações convertíveis, estabelecido no art. 367.º do CSC. Esta disposição procura salvaguardar a posição dos acionistas da sociedade, posto que a emissão de obrigações convertíveis é acompanhada da aprovação de um aumento de capital que poderá afetar a estrutura de poder e de distribuição dos lucros¹³⁰, proporcionar a entrada não desejada de terceiros na sociedade¹³¹ e, sendo a emissão realizada a um valor abaixo do real, causar a desvalorização das ações preexistentes¹³².

Podemos distinguir entre duas dimensões do direito de preferência: a abstrata ou geral e a concreta¹³³. A primeira, consagrada no n.º 1 do art. 458.º do CSC, cabe a todos os sócios por força da sua qualidade enquanto tais, e refere-se a todos os futuros e eventuais aumentos de

¹²⁹ Outra solução não seria razoável, como referem Juan Luis Iglesias e Cándido Paz-Ares, *Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente* (2007), em *InDret Revista para el Análisis del Derecho*, 17 <<http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/78699/102775>> (consultado a 21/05/2017). A lei permite que se autorize o Conselho de Administração a deliberar a emissão de ações e de obrigações nos arts. 456.º e 350.º/1 do CSC, respetivamente. Não seria lógico proibir a deliberação sobre um instrumento intermédio entre os dois. Além disso, a *ratio legis* dos arts. referidos é aplicável: permitir a flexibilização e agilização do processo de financiamento da sociedade. García de Enterría (n 120) 16 adita a idoneidade de avaliar a conveniência da emissão tendo em conta as condições do mercado.

¹³⁰ Tim Drygala; Marco Staake; e Stephan Szalai, *Kapitalgesellschaftsrecht Mit Grundzügen des Konzern- und Umwandlungsrechts* (Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2012) 577.

¹³¹ [Francisco Mendes Correia, Código das Sociedades Comerciais Anotado, coord. António Menezes Cordeiro \(Almedina 2009\) anotação ao art. 458.º, 1089.](#)

¹³² Osório de Castro (n 16) 215.

¹³³ [Mendes Correia \(n 131\) anotação ao art. 458.º, 1090; Uwe Hüffer e Jens Koch Aktiengesetz \(12.ª ed., C.H. Beck 2016\) AktG § 186 \[Bezugsrecht\], Rn. 6 <\[https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/HuefKoAktG_12/AktG/cont/HuefKoAktG.AktG.p186.htm\]\(https://beck-online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/HuefKoAktG_12/AktG/cont/HuefKoAktG.AktG.p186.htm\)> \(consultado a 20/04/2017\).](#)

capitais¹³⁴. Desta forma, é inerente à participação social¹³⁵, nascendo, transmitindo-se e extinguindo-se com ela. A segunda corresponde ao direito que cumpre aos sócios, num aumento de capital específico, a subscrever determinadas ações¹³⁶. Surge com a aprovação do aumento de capital e pode ser limitado, suprimido, alienado, herdado e penhorado¹³⁷.

Através desta distinção, conseguimos perceber que o direito de preferência (concreto) se forma nas obrigações convertíveis como consequência direta do aumento de capital aprovado *ipso jure* com a deliberação de emissão destes valores mobiliários. Assim, a consagração do direito operada pelo art. 367.º resultaria dos princípios gerais. Parece, então, que o sentido útil do n.º 1 deste preceito prende-se com a limitação das normas aplicáveis aos arts. 458.º a 460.º do CSC, no lugar da aplicação em bloco do regime do direito de preferência.

O art. 459.º do CSC regula a comunicação aos acionistas e determina o prazo mínimo para o exercício do direito de preferência. Contudo, não define nenhum termo supletivo. A solução que melhor protege os investidores não será o período previsto no n.º 3, mas considerar que o direito poderá ser exercido até à emissão das obrigações¹³⁸. Acrescenta-se que este é também o período máximo – compreensivelmente, a preferência não se poderá estender até à conversão, sendo esta possibilidade explicitamente afastada pelo n.º 6 do art. 33.º da Diretiva 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012.

O art. 460.º do CSC permite a limitação ou o afastamento do direito de preferência por razões atinentes ao interesse social¹³⁹, através de uma deliberação da Assembleia Geral tomada pela mesma maioria exigida para o aumento de capital. O n.º 2 do art. 367.º ressalva que os acionistas que possam lucrar com esta supressão ou limitação não poderão votar, não contando sequer as suas ações para os quóruns constitutivo e deliberativo.

¹³⁴ [Mendes Correia \(n 131\) anotação ao art. 458.º, 1090](#); Hüffer e Koch (n 133), AktG § 186 [Bezugsrecht], Rn. 6.

¹³⁵ Hüffer e Koch (n 133), AktG § 186 [Bezugsrecht], Rn. 6.

¹³⁶ [Mendes Correia \(n 131\) anotação ao art. 458.º, 1090](#).

¹³⁷ Hüffer e Koch (n 133) AktG § 186 [Bezugsrecht], Rn. 6.

¹³⁸ Posição adaptada de Hüffer e Koch (n 133) AktG § 186 [Bezugsrecht], Rn. 15, que examinando o regime do aumento de capital não destinado a satisfazer os pedidos de conversão, consideram que o direito poderá ser exercido até ao aumento de capital.

¹³⁹ Mesmo quando a deliberação é aprovada pelo Conselho de Administração.

Acresce ao exposto que, se as obrigações forem convertíveis em ações já detidas pela própria sociedade – que não implicam um aumento de capital – então o direito de preferência atribuído aos acionistas não será aplicável, visto ser um sucedâneo do direito de preferência em aumento de capital¹⁴⁰.

Nesta secção, apenas nos focamos no direito de preferência atribuído aos acionistas, omitindo a questão do direito de preferência dos titulares de obrigações convertíveis previamente emitidas, a analisar no próximo capítulo.

10. Elementos essenciais

Os elementos essenciais das obrigações deverão ser decididos na deliberação de emissão. Quanto ao prazo para o exercício da solicitação de conversão, dependerá do que for estipulado na emissão de obrigações. O art. 370.º do CSC permite que a solicitação possa ser efetuada a partir de determinada data e em qualquer ocasião, apenas de uma vez num momento específico, ou mais do que uma vez dentro de um certo prazo.

Outra especialidade a apontar aos elementos essenciais relaciona-se com o valor das obrigações. Coloca-se a questão de saber se é possível emitir obrigações por um valor inferior ao valor nominal, e se estas podem ser convertidas em ações, face a proibição do n.º 1 dos artigos 25.º e 298.º do CSC. Neste ponto, podemos identificar duas posições. A primeira admite a emissão de obrigações abaixo do valor nominal, embora impondo com limite mínimo o preço da emissão das ações em que forem convertíveis¹⁴¹. Deste modo, os critérios de conversão não poderão permitir que o valor realizado pelo investidor seja inferior ao valor nominal das ações auferidas. Em sentido contrário, a segunda posição considera proibida a emissão de obrigações abaixo do valor nominal¹⁴².

¹⁴⁰ Perestrelo de Oliveira (n 1) 163. No mesmo sentido, Vogler Guiné, *Código...* (n 40) anotação ao art. 367.º, 938-939.

¹⁴¹ Osório de Castro (n 16) 174.

¹⁴² José Engrácia Antunes, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal* (1995), em *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Sonderheft 16, 46.

Esta discussão doutrinária é prévia ao DL n.º 49/2010, de 19 de maio, que introduziu as ações sem valor nominal, estando parcialmente ultrapassada. Contudo, é relevante tomar posição sobre ela no que toca a sociedades que não emitem este tipo de ações.

Salvo o devido respeito, visto que muitas vezes as sociedades que recorrem a este tipo de fundos enfrentam dificuldades na angariação de capital, pelo seu custo, disponibilidade ou por deterem um nível de risco elevado ou indeterminado, impedir a emissão das obrigações abaixo do valor nominal iria frustrar a utilidade destes instrumentos. Por tal motivo, a partir do momento em que se garante a integral realização do capital social, acolhe-se a primeira posição, mais permissiva, que permite uma maior satisfação dos objetivos na emissão deste tipo de instrumentos.

As condições de emissão poderão prever a faculdade de reembolso antecipado, seja da iniciativa do emitente (*call option*) ou do investidor (*put option*)¹⁴³.

O n.º 4 do art. 366.º estabelece uma exceção ao princípio *pactum sunt servanda*¹⁴⁴, permitindo a alteração unilateral das condições de emissão pela sociedade desde que tal não acarrete qualquer prejuízo dos direitos dos obrigacionistas ou aumento dos seus encargos. Ao conjugar este preceito com a alínea b) do n.º 4 e com o n.º 9 do art. 355.º do CSC, é possível retirar duas linhas interpretativas. Uma, que se poderão alterar unilateralmente todos os requisitos da emissão, dentro dos condicionalismos referidos, com exceção das condições dos créditos dos obrigacionistas¹⁴⁵ – para estas, é necessário o consentimento dos últimos. Em alternativa, poderá ser encarado como uma norma especial relativamente ao art. 355.º, permitindo, para as obrigações convertíveis, quaisquer alterações.

O legislador nacional procura, no regime da emissão, conceder à sociedade o máximo de flexibilidade de atuação, mas sem renunciar à tutela do investidor. Por isso, deverá ser

¹⁴³ Vogler Guiné, *Código...* (n 40) anotação ao art. 366.º, 933.

¹⁴⁴ N.º 1 do art. 406.º do CC.

¹⁴⁵ Florbela Pires, *Código das Comerciais Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro (2.ª ed., Almedina 2011), anotação ao art. 366.º, 986.

adotada a segunda interpretação, em especial visto que a posição dos obrigacionistas é sempre protegida.

11. Aplicação do regime da emissão aos Valores Mobiliários Convertíveis

O regime da emissão, pela sua flexibilidade e eficiência, apresenta variadas vantagens.

A simultaneidade da aprovação da emissão das obrigações e do aumento de capital que satisfará os pedidos de conversão contém diversos benefícios do ponto de vista de poupança de custos e de tempo e, conjuntamente, protege as expectativas dos obrigacionistas, assegurando *ipso jure* a convertibilidade dos títulos¹⁴⁶. Mais, como a maioria exigida para o aumento de capital e para a emissão das obrigações convertíveis é a mesma, esta coincidência de aprovações permite a solução mais eficiente possível, sem renegar a proteção dos acionistas.

Além disso, clarifica-se a possibilidade de o Conselho de Administração deliberar a emissão – sendo já a prática de mercado –, contribuindo para a flexibilização e agilização do processo de financiamento da sociedade. Satisfazendo os mesmos propósitos, acrescenta-se a possibilidade de modificação unilateral das condições de emissão, desde que sem lesão aos direitos dos obrigacionistas ou incremento dos seus encargos.

Conclui-se que este regime deverá ser aplicado a todos os VMC que possam pressupor um aumento de capital pelas vantagens referidas e pelos motivos que seguidamente se expõem. Excluem-se as obrigações permutáveis, cuja emissão se regulará pelo regime das obrigações simples¹⁴⁷.

¹⁴⁶ Francisco José Alonso Espinosa, *Curso Fundamental de Derecho Mercantil*, Vol. II (Fundación Universitaria San Antonio 2004) 743.

¹⁴⁷ Como afirmam Hüffer e Koch (n 11), AktG § 221 [Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen], Rn. 5a, na emissão destes valores mobiliários não se colocam os problemas que justificam a proteção conferida pelo regime da emissão. Os mesmos autores, em Hüffer e Koch (n 11), AktG § 221 [Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen], Rn. 5b, consideram esta norma extensível aos VMOC e aos CoCos. Quanto aos *reverse convertibles*, são especificamente abrangidos pela lei alemã. Ainda, Brito Bastos (n 88) 204 defende a aplicação analógica dos arts. 366.º e 367.º aos CoCos.

Admitindo a solução contrária, ou seja, se a emissão de VMC não fosse acompanhada da aprovação do aumento de capital, a sociedade assumiria a obrigação de o autorizar no momento da conversão. Esta demora poderia ser muito onerosa em todos os VMC, mas, em especial no caso dos CoCos, nos quais se prevê a conversão automática com a verificação do *trigger event* para efeitos de absorção de perdas.

Além disso, a Assembleia Geral não poderia ser obrigada a aprovar o aumento de capital, ou a excluir o direito de preferência para que as ações pudessem ser entregues aos obrigacionistas, ficando a sociedade exposta a uma situação de incumprimento, com as respetivas consequências indemnizatórias e reputacionais¹⁴⁸. Ademais, os obrigacionistas seriam colocados numa posição de grande insegurança, por dependentes da vontade futura dos sócios para exercerem o seu direito de conversão¹⁴⁹ – o que seria, naturalmente, refletido nas taxas de juro exigidas.

Deduz-se, nestes termos, que o art. 366.º, em especial o n.º 3, tem como intento proteger tanto os investidores como a própria sociedade¹⁵⁰.

Esta questão releva principalmente no caso dos Cocos, emitidos para assegurar a absorção de perdas. A prossecução deste fim depende da conversão automática e célere do valor mobiliário em ações, não se coadunando com a possibilidade da Assembleia Geral não aprovar o aumento de capital. Nestes termos, a aplicação deste preceito torna-se essencial para a tutela da posição dos restantes credores da sociedade e até do interesse público – a confiança no sistema financeiro – defendendo-se, por isso, a imperatividade desta previsão.

Além disso, podemos aceitar que o legislador comunitário implicitamente exige que em todas as emissões de VMC seja assegurada a existência das ações nas quais o valor será convertido, sem prejuízo da possibilidade de estas serem emitidas no futuro, para que o investidor possa

¹⁴⁸ Osório de Castro (n 16) 177.

¹⁴⁹ *Ibid.*

¹⁵⁰ *Ibid.*

contar com esse pressuposto necessário para o efetivo exercício do direito de conversão¹⁵¹. Essa exigência é explícita para os VMC classificáveis como fundos próprios AT1 (CoCos).

No art. 2.º/1, b) da Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho é apresentada a definição de valores mobiliários representativos de capital, na qual os VMC se enquadram. O ponto 1.6 do anexo XIV do Regulamento (CE) 809/2004 da Comissão, de 29 de abril de 2004, ao estatuir o conteúdo dos diferentes folhetos informativos da emissão destes valores, torna obrigatória a apresentação de “*uma declaração sobre as resoluções, autorizações e aprovações* (sublinhado nosso) *ao abrigo das quais as ações foram ou vão ser criadas e/ou emitidas e indicar a data de emissão*”¹⁵². Por outras palavras, a emissão deverá sempre ser acompanhada de uma declaração que comprove a aprovação do aumento de capital na medida necessária para o preenchimento dos pedidos de conversão. Daqui retiramos que a aprovação prévia do aumento de capital é obrigatória.

Conclui-se que o art. 366.º concretiza o Regulamento (CE) 809/2004 da Comissão, de 29 de abril de 2004, devendo ser aplicado a todos os VMC. Apenas assim será assegurado o preenchimento dos requisitos necessários para a aprovação de um aumento de capital simultaneamente com a emissão de um título de dívida, assim como a efetiva convertibilidade das ações objeto do direito de conversão¹⁵³.

Quanto aos fundos próprios AT1, os n.ºs 6 e 7 do art. 54.º do CRR explicitamente preveem que a instituição emitente deverá assegurar a todo o tempo a disponibilidade de capital social autorizado para a conversão, devendo as autorizações ser obtidas no momento da emissão, assim como a inexistência de obstáculos processuais à conversão, concluindo-se, igualmente, pela aplicabilidade do art. 366.º do CSC¹⁵⁴.

¹⁵¹ Francisco José Alonso Espinosa, *Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones* (2009), em *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 32, 143-144 <<https://digitum.um.es/xmlui/handle/10201/29140>> (consultado a 20/05/2017).

¹⁵² *Ibid.* 143.

¹⁵³ *Ibid.* 144.

¹⁵⁴ Considerando que é aplicável o regime de direito comercial dos Estados-Membros à emissão de CoCos, Cahn e Kenadjian (n 88) 63.

O art. 367.º do CSC, consagrando o direito de preferência dos acionistas, deverá igualmente ser aplicado a todos os VMC. Este preceito, uniforme no espaço europeu, tutela a manutenção da estrutura de poder e de distribuição de lucros após a emissão de novas ações por força da conversão. O escopo de proteção verifica-se a todos os valores mobiliários em estudo, considerando o risco transversal de diluição com a emissão de novas ações¹⁵⁵.

Não obstante, o direito de preferência poderá ser afastado por razões atinentes ao interesse social – mais uma vez, é demonstrada a flexibilidade necessária ao legislar VMC, caracterizados pela possibilidade de criar soluções customizadas a cada caso concreto.

¹⁵⁵ Sobre a aplicação do regime que consagra o direito de preferência aos CoCos, *Ibid.* 31 ss.

Capítulo IV

Proteção das partes na pendência da conversão

12. Preliminares

O carácter híbrido das obrigações convertíveis reflete-se, uma vez mais, no regime jurídico: os seus titulares beneficiam, para além dos meios de defesa normais de qualquer credor, de mecanismos especiais, inerentes à qualidade de potenciais acionistas¹⁵⁶.

Esta tutela é imprescindível por estar em causa a manutenção do valor económico e a não diluição da posição do investidor relativamente às expectativas criadas pelo clausulado estabelecido no regulamento de emissão ou comparativamente com a posição dos atuais acionistas¹⁵⁷. É também necessário impedir a lesão do titular do VMC perante comportamentos da sociedade emitente que diminuam o património social. Este, por sua vez, garante o direito ao reembolso do crédito e condiciona o valor da participação social a adquirir com a conversão. Pesa também o titular se deparar com um valor mobiliário de reduzida liquidez e difícil avaliação.

Mas, principalmente, colocam-se sérios problemas de agência nas relações entre os atuais acionistas e os titulares de VMC. Se a empresa tiver um desempenho positivo, os sócios não terão incentivos para partilhar os ganhos com os obrigacionistas, podendo inclusive adotar comportamentos que reduzam o valor da conversão¹⁵⁸. Sublinhe-se, contudo, que este mecanismo de defesa não deverá ser construído de forma a desencorajar a sociedade a

¹⁵⁶ Tapia Hermida (n 128) 1108 e, no mesmo sentido, Álvaro Carrera Villagrán, *Las Obligaciones: Controversias de las Obligaciones Convertibles en Acciones*, Trabajo Fin de Grado en Derecho Mercantil 4-E Negocios (Universidad Pontificia de Comillas – ICADE 2014) 55.

¹⁵⁷ Como afirma Alonso Espinosa, *Comentarios...* (n 151), 143, se aos investidores não for assegurada esta proteção, as obrigações convertíveis tornam-se um instrumento muito pouco atractivo e, conseqüentemente, serão preteridas a favor de outros.

¹⁵⁸ Marcel Kahan, *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities: A Guide Through the Maze* (1995), Harvard Paper no. 152, 148 <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kahan_152.pdf> (consultado a 05/01/2017).

recorrer à emissão de obrigações convertíveis¹⁵⁹ ou a inviabilizar a sua capacidade de alterar a estrutura organizativa¹⁶⁰.

A sociedade também enfrenta desvantagens na emissão de VMC. A componente de opção embutida na obrigação convertível implica um “jogo de soma nula”, isto é, as quantias auferidas por uma das partes correspondem às perdas da outra. Deste modo, a evolução favorável do valor das ações poderá significar um custo avultado para a sociedade. Acresce que a conversão não é certa, e poderá ser necessária para garantir o não reembolso das obrigações ou o aumento dos acionistas, eventualmente relevantes para o cumprimento de rácios financeiros. A este propósito, sublinha-se a importância do estabelecimento de *call options* – um dos principais mecanismos de proteção da sociedade emitente.

13. Mecanismos legais

13.1. Regime das Obrigações Convertíveis

Os mecanismos legais são essencialmente disciplinados pelo art. 368.º do CSC, que estabelece proibições e condições quanto a comportamentos da sociedade durante o período que decorre entre a emissão e a conversão das obrigações.

O n.º 1 deste art. elenca as operações proibidas, a que deve acrescer a alínea d) do n.º 1 do art. 131.º do CSC. A doutrina discute se estes atos são absolutamente proibidos. Podemos distinguir, neste âmbito, duas linhas de pensamento. A primeira posição pronuncia-se em sentido negativo¹⁶¹, considerando que os atos poderão ser praticados desde que a sociedade assegure aos obrigacionistas os meios adequados de proteção: o exercício antecipado dos direitos de conversão ou a previsão nas condições de emissão ou a aprovação unânime do ato praticado posteriormente. A segunda considera tais atos absolutamente proibidos¹⁶², pois

¹⁵⁹ Gomes (n 13) 144-145.

¹⁶⁰ Mario Bussoletti, *Obbligazioni Convertibili, con Warrant, con Partecipazione Agli Utili* (1988), em *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni*, Nos. 5-8, 264.

¹⁶¹ Engrácia Antunes, *Wandel...* (n 142) 235; Pires (n 145) anotação ao art. 368.º, 989-990.

¹⁶² Osório de Castro (n 16) 185.

outro entendimento implicaria contrariar diretamente a letra da lei, negando a existência de proibições absolutas e remetendo todos os comportamentos para as proibições relativas.

Com o devido respeito, estando no âmbito da autonomia privada, entendo que os obrigacionistas poderão optar por renunciar à proteção conferida pela lei, por força da aprovação unânime ou da previsão nas condições de emissão.

As operações mencionadas no n.º 1 do art. 368.º não levantam grandes especialidades, salvo a alteração das condições de repartição dos lucros. Para Fátima Gomes¹⁶³, somente estão vedadas as alterações constantes no contrato social (cf. art. 22.º do CSC), excluindo do âmbito da proibição as modificações por deliberação da Assembleia Geral, ao abrigo do art. 294.º do CSC.

O n.º 3 do art. 368.º abarca os comportamentos sociais que sofrem limitações relativas: a sociedade apenas os poderá praticar se assegurar aos obrigacionistas os mesmos direitos que garante aos acionistas. Os fins da norma são: (i) a proteção da integralidade do valor económico do direito de conversão e, sobretudo, (ii) garantir o igual tratamento dos investidores (enquanto futuros acionistas) e dos acionistas atuais, visto não gozarem dos mesmos meios de defesa¹⁶⁴. O preceito em análise não abrange qualquer operação desvantajosa para os obrigacionistas, mas apenas aquelas que confirmam certos direitos aos acionistas. Estão, por esta via, excluídos os aumentos de capital por novas entradas em espécie e a emissão de novas obrigações convertíveis em ações com supressão do direito de preferência dos acionistas¹⁶⁵. Não obstante, tal não impede que nas condições de emissão se integrem formas de tutela para atos não abrangidos¹⁶⁶.

O n.º 4 estabelece uma ressalva concernente às limitações relativas ao recebimento de títulos ou de participação em distribuição de reservas em momento anterior à data em que a conversão das obrigações produz efeitos.

¹⁶³ Gomes (n 13) 146 a 149.

¹⁶⁴ Osório de Castro (n 16) 185-186.

¹⁶⁵ *Ibid.*

¹⁶⁶ *Ibid.*

Estes preceitos poderão representar um perigo para a posição dos obrigacionistas. A definição das situações que devem gerar uma alteração da sua condição é bastante exaustiva. Contudo, ao estabelecer o conceito indeterminado de “*direitos iguais aos dos acionistas*” coloca-se um problema de determinação, devendo o mesmo ser considerado aplicável relativamente à expressão “*qualquer outro ato que possa afetar os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão*”, embora neste caso se pretenda permitir uma maior proteção aos investidores e evitar fraude à lei, pela prática de atos semelhantes aos previstos legalmente.

Idealmente, estes conceitos devem ser determinados pelas partes no regulamento de emissão. O n.º 3 do art. 368.º do CSC poderá gerar uma ilusão de proteção, especialmente para investidores não qualificados ou não profissionais. Deste modo, as consequências poderão não estar previstas até a sociedade praticar um destes atos – momento em que a definição das alterações das condições de emissão não é aconselhável por força da tensão e dos conflitos que se poderão gerar entre as partes.

Esta questão coloca também problemas na perspetiva da eficiência económica, antagónica com a demora de uma eventual solução judicial, podendo ainda lesar a confiança dos investidores no sistema financeiro, essencial para o seu funcionamento.

A doutrina acertadamente¹⁶⁷ apresenta soluções no caso da prática dos atos previstos no n.º 3 do art. 368.º do CSC pela sociedade. Ressalva-se que a melhor alternativa é o estabelecimento de mecanismos de defesa contratuais – adiante abordados – tais como cláusulas anti-diluição, por conferirem maior segurança. Na sua redação, se as partes pretenderem refugiar-se nas previsões da lei e apenas definir a forma de alteração da relação de conversão, é necessário afastar a alternatividade dos mecanismos de proteção (cfr. n.º 5 do artigo 368.º).

De seguida, analisar-se-á um dos casos contemplados – os aumentos de capitais por novas entradas – por apresentar maiores singularidades.

¹⁶⁷ Para as soluções apresentadas, veja-se Gomes (n 13) 155-205.

Nesta hipótese, Fátima Gomes considera que a igualdade de tratamento dos obrigacionistas relativamente aos acionistas significa que os primeiros deverão beneficiar do direito de subscrição preferencial atribuído aos segundos por força do art. 458.º do CSC¹⁶⁸. Dado que a lei não estipula o momento de exercício deste direito, se aquando do seu exercício pelos acionistas ou se apenas com a solicitação de conversão, a autora defende a segunda hipótese, havendo um aumento de capital complementar com subscrição exclusiva aos detentores das obrigações¹⁶⁹.

Neste particular cumpre notar o Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia (doravante TJUE) de 18 de dezembro de 2008, *Comissão das Comunidades Europeias contra o Reino de Espanha*, Processo C-338/06. O TJUE determinou que o Reino de Espanha, ao conferir na *Ley de Sociedades Anónimas* um direito de preferência nos aumentos de capital por novas entradas aos obrigacionistas, não cumpria as obrigações decorrentes do n.º 1 do art. 29.º da Segunda Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976. Esta decisão determinou uma alteração legislativa que suprimiu este direito de preferência¹⁷⁰.

O Direito da União Europeia não prevê qualquer forma de proteção dos titulares de obrigações convertíveis, cabendo esta tarefa ao legislador nacional¹⁷¹. No Direito português prevê-se que deverão ser “*assegurados direitos iguais aos dos acionistas*”¹⁷², o que apenas poderá significar a possibilidade de exercício do direito de preferência no aumento de capital¹⁷³. Este direito não poderá ser exercido previamente à conversão, sob pena de se favorecer injustamente os titulares de obrigações convertíveis face aos acionistas¹⁷⁴. Os

¹⁶⁸ Gomes (n 13) 156-169; Pires (n 145) anotação ao art. 368.º, 992.

¹⁶⁹ Gomes (n 13) 156-169; Pires (n 145) anotação ao art. 368.º, 992.

¹⁷⁰ Alonso Espinosa, *Comentários...* (n 151) 148 e Carrera Villagrán (n 156) 52.

¹⁷¹ Alonso Espinosa, *Comentários...* (n 151) 141.

¹⁷² N.º 3 do art. 368.º do CSC.

¹⁷³ E, como afirma Kristoffel R. Grechenig, *Discriminating Shareholders Through the Exclusion of Pre-emption Rights? - The European Infringement Proceeding Against Spain (C-338/06)*, Economics Working Paper No. 2008-10 (2007) 13-14 <<https://ssrn.com/abstract=1079949>> (consultado a 25/05/2017), esta solução permite tutelar simultaneamente as posições dos acionistas e dos credores.

¹⁷⁴ Timo Greggers e Peter Nippel, *Verwässerungsschutz bei Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen am Beispiel von Wandelanleihen* (2012), em *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 64, 496.

últimos poderiam sofrer uma diluição da sua posição face a investidores que poderiam nunca se tornar sócios, e os primeiros teriam duas oportunidades distintas para adquirirem ações¹⁷⁵.

Se este direito for exercido após a conversão, já não beneficiará um obrigacionista, mas um acionista – a conversão determina o momento em que o investidor perde o estatuto de credor para se tornar sócio¹⁷⁶. Esta solução é, assim, compatível com a decisão proferida pelo TJUE: o titular da obrigação convertível exerce o direito de preferência, não enquanto potencial acionista, mas apenas quando efetivamente adquire a qualidade de sócio. Além disso, o obrigacionista apenas teria uma possibilidade de adquirir participações da sociedade¹⁷⁷. Por fim, seria possível a atribuição proporcional das ações¹⁷⁸.

Ressalva-se que a disposição procura assegurar o tratamento igualitário aos acionistas – se o direito de preferência for afastado, os obrigacionistas também dele não beneficiarão.

Finalmente, no caso de uma OPA voluntária, a oferta poderá, ou não, dirigir-se aos detentores de valores mobiliários que confirmam direitos de aquisição ou subscrição – entre os quais se encontram os VMC. Contudo, nos termos do n.º 1 do art. 187.º do CVM, se a OPA for obrigatória, terá de abranger estes investidores. Esta situação é compreensível pela proximidade entre os convertíveis e os aumentos de capitais diferidos¹⁷⁹.

¹⁷⁵ Conclusões da Advogada Geral Verica Trstenjak, apresentadas em 4 de Setembro de 2008 no Processo C-338/06, Comissão das Comunidades Europeias contra Reino de Espanha, ponto 77.

¹⁷⁶ Gomes (n 13) 223.

¹⁷⁷ Como referido em Carrera Villagrán (156) 50 e em M. J. Castellano Ramírez, *Aumento del capitale sociale*, em *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Vol. I (Giuffrè 2003) 829, entre outros, o valor do direito de preferência dos acionistas poderá sofrer uma redução em virtude deste ser simultaneamente concedido aos detentores de VMC. Se um maior número de pessoas puder subscrever ações preferencialmente, a cada caberá uma quantia inferior. No entanto, a proteção dos obrigacionistas por, v.g., cláusulas anti-diluição, causa uma redução da posição do antigo acionista pelo incremento do número de ações a atribuir ao titular do valor convertível. Deste modo, o resultado seria semelhante ou mesmo mais gravoso, pois teria despendido de mais capital para subscrever a totalidade das ações que lhe caberia – ao contrário do obrigacionista, que não iria desembolsar nenhuma quantia adicional. É importante também não esquecer o direito de preferência atribuído aos acionistas na emissão de obrigações convertíveis.

¹⁷⁸ Esta última questão é levantada pela advogada geral Verica Trstenjak nas Conclusões apresentadas em 4 de Setembro de 2008 no Processo C-338/06, Comissão das Comunidades Europeias contra Reino de Espanha, no ponto 73.

¹⁷⁹ Esta proximidade varia consoante o valor mobiliário em causa: é quase inexistente no caso dos CoCos e muito acentuada nos VMOC.

Cumpra referir duas notas. Primeiro, deverão ser oferecidas contrapartidas distintas aos acionistas e aos obrigacionistas¹⁸⁰ calculadas de acordo com o art. 188.º do CVM. Segundo, por força destas disposições, as obrigações convertíveis são consideradas por alguns autores como uma medida anti-OPA¹⁸¹.

13.2. Aplicação do regime a outros Valores Mobiliários Convertíveis

Como referido, ao art. 368.º está subjacente a proteção do valor económico da componente da conversão do valor mobiliário perante a sociedade, em especial a possibilidade de diluição das ações nas quais o valor poderá ser convertido. Este mecanismo de defesa assenta na posição híbrida do investidor, enquanto credor e potencial acionista – posição esta que se verifica em todos os VMC. É antecipada a posição de sócio que o investidor poderá vir a ocupar, sendo-lhe assegurados direitos iguais aos dos acionistas.

A aplicação deste regime às emissões da VMOC é fundamental, considerando a precariedade da posição dos seus titulares. A qualidade de (futuro) acionista não é, neste caso, meramente potencial – é certa. Por outras palavras, não desfrutam de um dos mais importantes mecanismos de defesa disponibilizado aos detentores de obrigações convertíveis: a possibilidade de optar pelo reembolso¹⁸². Como agravante, também não são providos dos meios de defesa inerentes à qualidade de sócio, especialmente o direito ao voto. Como afirma Perestrelo de Oliveira, “*têm já interesse económico mas não têm nem a titularidade nem exercício dos direitos correspondentes*”¹⁸³.

Relativamente aos CoCos, adotamos a posição de Miguel Brito Bastos¹⁸⁴. Apesar da conversão ser, ao contrário do que sucede nas obrigações convertíveis, um risco remunerado pelo incremento das taxas de juro, ou seja, um efeito indesejado, esta não deixa de ser uma possibilidade. Em ambos os valores mobiliários, verificamos que determinados comportamentos da sociedade poderão afetar o valor da posição do titular, resultando na

¹⁸⁰ Tapia Hermida (n 128) 1205.

¹⁸¹ *Ibid.*

¹⁸² Amman e Seiz (n 76) 3 e Perestrelo de Oliveira (n 1) 169.

¹⁸³ Perestrelo de Oliveira (n 1) 169.

¹⁸⁴ Brito Bastos (n 88) 204 ss. O autor equaciona a questão tendo em vista, essencialmente, os CoCos com carácter perpétuo.

conversão em ações com menor valor. No entanto, ao invés de estarmos perante a frustração de uma vantagem, deparamo-nos com o agravamento de uma desvantagem. Deste modo, justifica-se a aplicação do preceito aos CoCos, tal como aos *reverse convertibles*, para os quais a questão se coloca de forma idêntica.

Quando são emitidas obrigações permutáveis, as operações contidas no n.º 1 do art. 368.º do CSC dificilmente se considerarão aplicáveis. Por força da eficácia relativa dos contratos (cf. n.º 2 do art. 406.º do CC), a prática destes comportamentos não poderá ser vedada à sociedade em cujas ações a obrigação será convertida, terceira na relação entre o emitente e o obrigacionista¹⁸⁵ ¹⁸⁶. Por esse motivo, os investidores terão de recorrer aos mecanismos contratuais.

Já as operações elencadas no n.º 3 poderão ser aplicáveis, visto não estabelecerem uma proibição, mas um dever de o emitente tutelar a expectativa dos obrigacionistas aquando da realização das operações. Assim sendo, o emitente será obrigado a assegurar direitos iguais aos do acionista quando a sociedade em cujas ações a obrigação será convertida adotar algum destes comportamentos¹⁸⁷.

Em conclusão, a aplicação deste regime de proteção é justificada em todos os VMC, sem prejuízo do seu afastamento contratual pelas partes, que poderão acordar em mecanismos contratuais de proteção.

¹⁸⁵ Em sentido semelhante, embora com justificação distinta, Pires (n 145) anotação ao art. 368.º, 988-989.

¹⁸⁶ Eventualmente, poderão ser colocados problemas quando a sociedade emitente se encontra numa relação de domínio ou de grupo com a sociedade em cujas ações as obrigações serão convertidas. Alguns autores consideram que, nestes casos, estamos perante uma modalidade intermédia entre as obrigações convertíveis e as obrigações permutáveis: as obrigações convertíveis com procedimento indireto de emissão. Veja-se Luis González Jiménez, *Derechos de Adquisición de Acciones Incorporados en Warrants y Obligaciones Convertibles y Canjeables Emitidos por Sociedades Cotizadas: Valoración y Protección Frente a Nuevas Emisiones y Ante Operaciones de Modificación del Capital del Emisor* (Universidad Complutense de Madrid, Servicio de Publicaciones 2002), capítulo segundo, 91, considerando que, do ponto de vista económico, há uma desconsideração da sociedade emitente, imputando-se a emissão ao grupo societário; Rodrigo Uría e Aurelio Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I (2.ª ed., Thomson Civitas 2006) 1082.

¹⁸⁷ A favor da aplicação das normas destinadas a tutelar a posição do obrigacionista, embora por aplicação analógica, Tapia Hermida (n 128) 1117 e Uría e Menéndez (n 186) 1083. Contra, alegando que o emitente apenas ficará adstrito a não votar a favor da aprovação dos atos previstos no preceito, Pires (n 145) anotação ao art. 368.º, 988-989.

14. Mecanismos contratuais

Através dos mecanismos contratuais, as partes poderão afastar, completar ou adaptar a proteção conferida pela lei. Entre outros benefícios, os investidores estarão melhor protegidos pela previsão *ex ante* das circunstâncias que desencadeiam o acionamento de um mecanismo de proteção, assim como das respectivas consequências. Além disso, a sociedade poderá obter uma maior flexibilidade de atuação¹⁸⁸ ao afastar algumas das proibições estabelecidas no art. 368.º do CSC – cláusula que é válida à luz do n.º 5 do mesmo artigo.

As cláusulas mais comuns são (i) as de anti-diluição, (ii) as que preveem um reembolso antecipado por iniciativa do emitente (*call options*) ou do investidor (*put options*) e (iii) as que visam dirimir os problemas derivados das assimetrias de informação.

As cláusulas anti-diluição, referidas no n.º 5 do art. 368.º do CSC, correspondem a previsões de reajustamento automático da relação de conversão, explícitas ou implícitas na emissão, que visam garantir a manutenção do valor do direito de conversão perante uma multiplicidade de eventos. Estas cláusulas assumem fulcral importância, especialmente nos países anglo-saxónicos, onde a proteção dos obrigacionistas é essencialmente contratual¹⁸⁹.

São, muitas vezes, cláusulas intrínseca e extremamente complexas. Geralmente, prendem-se com a redução do preço de conversão, de modo a que o investidor obtenha um maior número de ações (situação mais comum¹⁹⁰) ou com o recebimento na conversão de uma compensação adicional, correspondente ao valor do qual o titular do instrumento financeiro teria usufruído por força da distribuição realizada anteriormente (*partaking adjustment*)¹⁹¹. Nas duas hipóteses, procura-se garantir que o valor da conversão se mantém após o evento que causou a diluição.

¹⁸⁸ Brito Bastos (n 88) 222-223 relativamente aos valores mobiliários condicionalmente convertíveis para efeitos de classificação como fundos próprios das instituições de crédito.

¹⁸⁹ Bratton (n 28) 668; Kahan (n 158) 3; Stephen I. Glover, *Solving Dilution Problems* (1996), em *51 Business Lawyer*, 1248.

¹⁹⁰ Spiegeleer, Hulle e Schoutens (n 117) 58.

¹⁹¹ Kahan (n 158) 150-151.

As condições de emissão poderão contemplar, neste âmbito, vários comportamentos da sociedade. Por regra, incidem principalmente sobre os que geram problemas de agência entre os atuais acionistas e os titulares das obrigações convertíveis, sem contemplarem a própria atividade da sociedade¹⁹².

As *call options* são também estipulações extremamente comuns, destacadas nas várias teorias *supra* analisadas. Por um lado, são indispensáveis para forçar a conversão das obrigações¹⁹³ e assegurar, em determinado momento, que a sociedade não terá de proceder ao reembolso do capital – possibilitando uma maior folga financeira e melhoria dos rácios financeiros, através da redução do nível de alavancagem. Por outro, são fulcrais para prevenir avultadas perdas devido à subida do preço das ações¹⁹⁴ ou para viabilizar o financiamento da sociedade com uma taxa de juro mais atrativa se a remuneração exigida pelo mercado decrescer¹⁹⁵. Por fim, perante instrumentos com carácter perpétuo, as *call options* configuram-se como a única forma de a instituição emitente proceder ao reembolso.

Este fim é normalmente prosseguido através de estipulações que atribuem ao emitente o direito potestativo a oferecer o reembolso antecipado das obrigações, seja com base numa causa justificativa¹⁹⁶, v.g. a alteração do controlo da sociedade ou a subida do preço das ações acima de um valor pré-estabelecido, seja independentemente dessa causa, em data determinada ou durante um período estipulado.

O Direito permite total liberdade para a criação destas cláusulas¹⁹⁷. O n.º 1 do art. 406.º do CC determina que a partir do momento em que as partes se vinculam, ao abrigo da autonomia privada (autodeterminação dos contraentes), o contrato passa a ter força obrigatória para elas e nenhuma se poderá afastar unilateralmente (*pacta sunt servanda*)¹⁹⁸. Porém, nos casos que

¹⁹² Ferran e Ho (n 33) 454-455.

¹⁹³ Brealey, Myers e Allen (n 12) 609.

¹⁹⁴ Huang (n 81) 23 e *Ibid*.

¹⁹⁵ Alberto Banfi, *Le obbligazioni convertibili in azioni – Aspetti teorici e prassi applicativa nel mercato mobiliare italiano* (Il Mulino 1990) 197; veja-se também Juan Mascareñas, *Opciones Implícitas en Instrumentos de Financiación de la Empresa (Embedded Options in Firm's Financing Instruments)* (2011), em *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*, 25 <<https://ssrn.com/abstract=2314573>> (consultado a 04/05/2017), para as desvantagens que as *call options* poderão implicar para os investidores.

¹⁹⁶ Contendo, ou não, restrições temporais.

¹⁹⁷ Gomes (n 13) 112.

¹⁹⁸ João de Matos Antunes Varela, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I (5.ª ed., Almedina 1986) 235.

temos vindo a descrever, esta possibilidade é admitida por consenso no momento da celebração do contrato não pondo em causa nenhum princípio do ordenamento jurídico português¹⁹⁹.

As partes normalmente contratualizam os efeitos destas estipulações, incluindo, para os VMC cujo direito a optar pela conversão se encontra na esfera do investidor, um período prévio ao exercício do direito potestativo no qual o investidor poderá decidir exercer o seu direito de conversão. Salvo o devido respeito, outra solução não é admissível. A *call option* não poderá, nestes casos, inviabilizar a possibilidade de exercício do direito de conversão²⁰⁰, porquanto estamos perante um elemento essencial na formação da vontade do obrigacionista ao celebrar o contrato. Consequentemente, apenas concedendo ao titular do valor mobiliário a possibilidade de optar pela conversão será o contrato validamente cumprido.

Contudo, a eficiência do mercado e a proteção do emitente têm de ser salvaguardadas. Se a sociedade conceder um prazo razoável para o exercício do direito de conversão – prévio ao reembolso das obrigações –, o interesse dos obrigacionistas é protegido sem que a sociedade se veja privada de atingir os seus objetivos com o estabelecimento destas cláusulas²⁰¹. Parece, assim, ser possível a tutela dos interesses em jogo.

Não é, portanto, partilhada a posição adotada pela doutrina italiana, segundo a qual o prazo é estabelecido a favor do obrigacionista, por ser a ele quem aproveita o direito a requerer a conversão²⁰², sendo, então, negada a admissibilidade das *call options* tal como configuradas nesta secção²⁰³.

Analisadas as *call options* cumpre, como reverso da medalha, examinar as *put options*, nas quais o direito potestativo a requerer o reembolso antecipado cabe ao titular do valor mobiliário.

¹⁹⁹ No ordenamento jurídico italiano, Banfi (n 195) 198, considerando a validade da cláusula desde que estipulada no regulamento de emissão.

²⁰⁰ Gomes (n 13) 111-114.

²⁰¹ Defendendo esta posição, Banfi (n 195) 201.

²⁰² Bussoletti (n 160) 268-269.

²⁰³ *Ibid.*

Estas são essenciais para a proteção do investidor relativamente a eventos que poderão afetar o valor económico da sua posição. São ainda fundamentais quando, por força de um aumento das taxas de juro praticadas pelo mercado, os obrigacionistas conseguiriam obter uma remuneração superior investindo o seu capital noutra aplicação com o mesmo nível de risco²⁰⁴.

Tal como nas disposições analisadas na anterior secção, o seu acionamento poderá ser discricionário, ainda que delimitado temporalmente, ou depender da verificação de certo evento ou da adoção de um comportamento pela sociedade.

²⁰⁴ Gomes (n 13) 112; Mascareñas (n 195) 26.

Capítulo V

Conversão

15. Regime das Obrigações Convertíveis

15.1. Posição do investidor

A conversão das obrigações convertíveis ocorre com o exercício do direito potestativo conferido ao titular dos instrumentos, devendo o regulamento de emissão definir os termos e condições²⁰⁵. Passa em regra por um pedido escrito à sociedade, acompanhado pela entrega ou depósito do título obrigacionista ou de uma inscrição na conta representativa dos valores mobiliários escriturais. Para o investidor, implica a aquisição da qualidade de acionista da sociedade e de todos os direitos inerentes, e, conseqüentemente, a perda da posição de credor.

Os obrigacionistas beneficiam, até à conversão do direito aos juros das respetivas obrigações, de acordo com o n.º 1 do art. 369.º do CSC. É relevante notar que este preceito foi alterado²⁰⁶, tendo sido eliminado o segmento que originou controvérsia doutrinária, por reportar o momento da conversão ao termo do trimestre em que o pedido de conversão é apresentado²⁰⁷.

Com a conversão, o investidor adquire a qualidade de acionista, com todos os direitos inerentes e, conseqüentemente, perde a posição de credor. Deste modo, o direito aos juros é substituído pelo direito a quinhão nos lucros (cf. alínea a) do art. 21.º do CSC). De acordo com o n.º 2 do art. 369.º do CSC, as condições de emissão deverão regular o regime da distribuição de dividendos aplicável às participações convertidas. No entanto, a letra do preceito gera dúvidas: podemos interpretá-lo como referente às distribuições realizadas no período em que a conversão ocorre (ou seja, relativamente aos lucros auferidos no exercício

²⁰⁵ Gomes (n 13) 221.

²⁰⁶ Pelo DL n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro.

²⁰⁷ A antiga redação do preceito era a seguinte: “*Os obrigacionistas têm direito aos juros das respetivas obrigações 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*” (sublinhado nosso). As dúvidas geravam-se, principalmente, pelo confronto desta norma com o n.º 3 do artigo 370.º do CSC.

anterior)²⁰⁸, ou no exercício seguinte, i.e., ao direito a quinhonar nos lucros realizados no exercício em que o investidor se tornou acionista, mas distribuídos no subsequente.

Como afirma Orlando Vogler Guiné, esta disposição é uma manifestação da autonomia privada das partes. Logo, os contraentes deverão ser livres de acordar sobre os dois exercícios²⁰⁹. No entanto, o autor aponta as seguintes limitações: “*desde que as novas ações não atribuam um direito por ação quantitativamente superior ao direito inerente às ações anteriormente existentes relativamente ao exercício de conversão e no seguinte e não se preveja (nem resulte em substância) que às novas ações é vedado quinhonar nos lucros distribuídos no exercício de conversão e no seguinte*”²¹⁰. Adita que se, ao abrigo desta disposição, for convencionado nas condições de emissão um regime de pagamento de dividendos inferior ao das ações já existentes, deverá ser criada uma categoria especial de ações. A divergência dos regimes de pagamento tem como consequência a infungibilidade das novas ações comparativamente com as antigas (cf. arts. 302.º do CSC e 45.º do CVM), sendo, por isso, necessária a vigência de uma categoria especial, mesmo que apenas durante o período em que a desarmonia se mantenha²¹¹.

Na falta de estipulação, deverão ser considerados extensíveis os “*termos das ações da mesma categoria já existentes*” (cf. n.º 3 do art. 369.º do CSC). A preocupação revelada com este preceito justifica-se pela circunstância de, na maioria das vezes, o pedido de conversão não se reportar ao final do exercício²¹².

15.2. Execução do aumento de capital

²⁰⁸ É esta a posição de Pires (n 145) anotação ao art. 369.º, 994-995, que considera que outra solução permitiria uma limitação ao direito a quinhonar nos lucros dos novos acionistas.

²⁰⁹ Vogler Guiné, *Código...* (n 40) anotação ao art. 369.º, 951-952. O autor aponta, como condições a respeitar, que as novas ações não deverão conceder um direito quantitativamente superior ao das ações antigas.

²¹⁰ *Ibid.* anotação ao art. 369.º, 951.

²¹¹ *Ibid.* anotação ao art. 369.º, 952.

²¹² *Ibid.* anotação ao art. 369.º, 949.

A conversão das obrigações é concretizada através de um aumento de capital condicional ou diferido²¹³. Este pode ser dividido em duas fases²¹⁴: a deliberação, já analisada, e a execução, prevista nos arts. 370.º e 371.º do CSC.

Com os pedidos de conversão, nasce o dever de realizar o aumento de capital²¹⁵. O aumento de capital deve ser objeto de declaração escrita por parte de qualquer administrador da sociedade, indicando o valor do incremento do capital social derivado das conversões, dentro dos prazos supletivos estabelecidos no n.º 1 e 2 do art. 370.º do CSC, que variam consoante o termo estipulado para o exercício do direito de conversão: (i) nos 30 dias após o termo do prazo para apresentação do pedido de conversão, nos casos em que este pedido possa ser efetuado num momento específico ou em vários momentos pré-determinados; (ii) nos meses de julho e janeiro de cada ano, relativamente aos aumentos resultantes das conversões solicitadas no semestre imediatamente anterior, quando o pedido possa ser efetuado a partir de determinada data e em qualquer ocasião.

Nos dois meses seguintes, o aumento de capital deverá ser inscrito no registo comercial (cf. n.º 4 do art. 370.º do CSC).

O n.º 3 do art. 370.º do CSC regula a data na qual a conversão se considera, “*para todos os efeitos*”, realizada, variando, uma vez mais, consoante o prazo estabelecido para o exercício do direito potestativo: sendo a conversão requerível numa ou em várias datas pré-estabelecidas, considera-se realizada “*no último dia do prazo para apresentação do respetivo pedido*”²¹⁶; sendo exigível em qualquer altura, mas a partir de uma data específica, “*em 30 de junho ou 31 de dezembro, consoante os casos, salvo se diverso regime constar das condições da emissão, nos termos da parte final do mesmo número*”²¹⁷.

Atente-se que as datas apresentadas neste número são anteriores às estabelecidas para a declaração escrita do administrador. Por este motivo, parece que a conversão e o aumento de

²¹³ Salvo se a sociedade puder satisfazer os pedidos de conversão com ações próprias disponíveis para o efeito, como referido no n.º 2 do art. 371.º do CSC.

²¹⁴ Fernández del Pozo (n 127) 4.

²¹⁵ Tapia Hermida (n 128) 1166.

²¹⁶ Alínea a) do n.º 3 do art. 370.º do CSC.

²¹⁷ Alínea b) do n.º 3 do art. 370.º do CSC.

capital que a efetiva, por força do art. 274.º do CSC, são eficazes previamente à declaração exigida. Estamos, então, perante uma norma especial relativamente ao n.º 2 do art. 88.º do CSC, que exige a declaração do administrador como condição de eficácia interna do aumento de capital²¹⁸.

Outra solução apresentada é a que considera que os efeitos internos do aumento de capital se produzem com a declaração escrita, mas que os seus efeitos retroagem à data indicada no n.º 3 do art. 370.º do CSC²¹⁹.

Salvo o devido respeito, inclino-me para a primeira posição, perfilhada por mais conforme a letra da lei, especialmente após a alteração legislativa que eliminou a segunda parte do n.º 1 do art. 369.º do CSC. Mais, a declaração exigida aos administradores prende-se principalmente com a necessidade de garantir que as entradas se encontram realizadas, questão que não se coloca com a conversão de obrigações, pois os investidores não terão de dispender de fundos adicionais. Além disso, esta solução permite não só o estabelecimento da data na qual a posição do investidor se altera (de credor para sócio), mas também do momento em que a sociedade já não se encontra obrigada aos mecanismos de proteção expostos no capítulo anterior²²⁰.

16. Aplicação a outros Valores Mobiliários Convertíveis

O regime da conversão foi dividido em duas partes: a regulação da posição do titular do instrumento e a execução do aumento de capital.

A regulação da posição do investidor é contemplada no art. 369.º do CSC. Prende-se, sobretudo, com a tutela do seu principal direito pecuniário: dos juros, enquanto obrigacionista, e dos dividendos, como sócio. Tendo em conta que este direito constitui a contraprestação do capital desembolsado, torna-se necessário que a sua regulação seja determinada previamente pelas partes. O legislador consagra, por isso, um regime

²¹⁸ É um entendimento semelhante ao de Gomes (n 13) 226-229, embora a sua posição assente numa redação distinta, por força das alterações legislativas entretanto ocorridas.

²¹⁹ Vogler Guiné, *Código...* (n 40) anotação ao art. 370.º, 954.

²²⁰ Luis de Angulo Rodriguez, *Las Obligaciones Convertibles en Acciones*, em *Estudios de Derecho Bancario y Bursatil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, coord. Antonio Polo Díez (La Ley 1994) 145.

supletivo²²¹, que concede uma maior segurança ao titular do instrumento. Esta proteção torna-se vital se considerarmos esta matéria não é regulada em nenhum VMC.

A execução do aumento de capital deliberado aquando da emissão é estabelecida nos arts. 370.º e 371.º do CSC. Esta questão é essencial para a proteção de ambos os contraentes. Primeiro, para o investidor, porque permite demarcar em que momento se torna sócio e criar um mecanismo de tutela se administrador não cumprir os deveres impostos pelo art. 370.º do CSC. Segundo, para a sociedade, porque delimita o fim das restrições criadas pelo art. 368.º ou pelo regulamento de emissão, assim como o nascimento do dever de realizar o aumento de capital.

A conversão é normalmente regulada nas condições de emissão, ao abrigo da autonomia das partes. Como resulta da lei, as normas analisadas são de aplicação supletiva. Mas, tendo em conta a importância concedida pelos contraentes às questões contempladas pelos arts. 369.º a 371.º do CSC, torna-se essencial assegurar a existência de uma solução – ainda que supletiva – para todas as emissões de VMC. Defende-se, por isso, a aplicação deste regime.

Ressalva-se que, relativamente aos CoCos, sendo aplicável o n.º 5 do art. 54.º do CRR, deverá ser afastado o regime preceituado nos n.ºs 1 e 2 do art. 370.º do CSC. Assim, com a verificação do *trigger event*, cessam as restrições impostas pelo art. 368.º do CSC e nasce o dever de realizar o aumento de capital, devendo este ser cumprido no prazo máximo de um mês. O preceito impõe ainda deveres de informação para com as autoridades competentes e investidores^{222 223}.

Por fim, sendo o regime direcionado para as obrigações convertíveis – nas quais ao investidor é concedido o direito potestativo de requerer a conversão – deverão ser realizadas as devidas adaptações quando tal não suceda, como é o caso dos VMOC e dos *reverse convertibles*, v.g.,

²²¹ Este preceito é uma manifestação da autonomia privada, sendo as partes livres de regular sobre esta questão nas condições de emissão.

²²² Sobre o regime da conversão dos CoCos previsto no CRR, Teles (n 88) 42 ss.

²²³ Considerando que é aplicável o regime de direito comercial dos Estados-Membros à emissão de CoCos, Cahn e Kenadjian (n 88) 63.

demarcando como o momento relevante para efeitos do n.º 3 do art. 370.º do CSC o do vencimento, ao invés do pedido de conversão.

Conclusão

Os VMC caracterizam-se por serem formados por uma componente de capitais alheios e uma de capitais próprios, traduzida na possibilidade (ou obrigatoriedade) da conversão do valor nominal em ações.

Esta composição pode beneficiar os contraentes tendo em conta as suas necessidades no caso concreto. Em resumo, relativamente ao emitente, normalmente estaremos perante uma sociedade que se pretende financiar através de capitais próprios – como explanado relativamente às obrigações convertíveis e os VMOC –, ou ressalvar esta possibilidade – no caso dos *reverse convertibles* e dos CoCos –, mas que, devido aos custos de financiamento, assimetrias de informação ou problemas de agência, opta pelo recurso aos capitais alheios. Para o investidor, a escolha por estes instrumentos prende-se com o seu perfil de risco.

Face ao exposto, entende-se que a componente de capitais próprios é essencial. Não se compreende, assim, como foi preterida pelo legislador relativamente aos VMOC e *reverse convertibles*, nos quais apenas é regulada a componente de capitais alheios com a aplicação do regime das obrigações. E, no caso dos CoCos, nem esta componente é prevista, já que estamos perante valores mobiliários atípicos que, e sublinha-se novamente, são dificilmente categorizáveis por força da inexistência de uma obrigação legal de pagamento dos juros.

Em contraste, o regime das obrigações convertíveis é formulado tendo em conta o seu carácter híbrido. Primeiro, com o regime da emissão e consagração do direito de preferência, antecipando-se a conversão do valor mobiliário em ações. Segundo, com a tutela do investidor, quando se equipara os titulares de VMC aos sócios, visto assegurarem-se direitos iguais em determinadas atuações da sociedade. Por último, com as previsões sobre a conversão, onde se estipulam normas supletivas que estatuem os direitos e deveres dos contraentes e os prazos de atuação.

É o carácter híbrido das obrigações convertíveis o núcleo da sua regulamentação, e não as diferenças estruturais que as demarcam dos restantes VMC (o direito potestativo do titular a optar pela conversão). Como vimos, estas divergências não justificam o afastamento da

aplicação das normas analisadas. Deverão, antes, e casuisticamente analisadas, estar na base da adaptação do preceituado às características concretas do valor mobiliário, tendo em conta a sua heterogeneidade.

Assim, conclui-se pela aplicação subsidiária do regime previsto para as obrigações convertíveis – os arts. 366.º a 371.º do CSC – aos VMC, como resulta principalmente (mas não exclusivamente) do art. 366.º, sobre a emissão, e do n.º 3 do art. 368.º, sobre a proteção das partes na pendência da conversão.

No primeiro caso, o aumento de capital necessário para a entrega das ações nas quais os valores mobiliários serão convertidos é aprovado *ipso jure*, cumprindo-se as exigências do legislador comunitário e tutelando a posição dos contraentes e a própria confiança no sistema financeiro – em especial nos CoCos –, prevenindo-se as consequências nefastas que resultariam da não aprovação do aumento de capital na fase da conversão.

No segundo, a posição do investidor enquanto potencial acionista é antecipada, através da atribuição dos mesmos direitos conferidos aos sócios, condicionando, no entanto, o seu exercício à conversão dos valores mobiliários. Desta forma, os titulares beneficiam de meios de defesa (supletivos) que têm em conta as especificidades da sua situação híbrida, salvaguardando a tutela do valor económico da sua posição, não atingível através da aplicação exclusiva dos meios de defesa previstos para os credores.

Finaliza-se sublinhando que, sendo esta aplicação subsidiária e tendo com conta as especificidades apontadas a cada valor mobiliário – que poderão variar de emissão para emissão – e as diferenças que se colocam entre as obrigações convertíveis e os restantes VMC, poderão ser necessárias algumas adaptações, determinadas pela análise ao caso concreto.

Bibliografía

Alonso Espinosa, Francisco José, *Curso Fundamental de Derecho Mercantil*, Vol. II (Fundación Universitaria San Antonio 2004)

Alonso Espinosa, Francisco José, *Comentarios a la STJCE de 18 de diciembre de 2008 sobre derecho de suscripción preferente de acciones y de obligaciones convertibles en acciones a favor de los accionistas y de los titulares de obligaciones convertibles en acciones* (2009), em *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 32, 143-144

<<https://digitum.um.es/xmlui/handle/10201/29140>> (consultado a 20/05/2017)

Ammann, Manuel e Seiz, Ralf, *Pricing and Hedging Mandatory Convertible Bonds* (2006), em *Journal of Derivatives*, Vol. XIII, n.º 3, 3 <https://www.alexandria.unisg.ch/22499/1/Pricing_and_Hedging_MandatoryWPS16_MCB_Paper_Jan2006.pdf> (consultado a 05/02/2017)

Angulo Rodriguez, Luis de, *Las Obligaciones Convertibles en Acciones*, em *Estudios de Derecho Bancario y Bursatil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, coord. Antonio Polo Díez (La Ley 1994)

Antunes, José Engrácia, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal* (1995), em *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, ed. especial 16, 212

Antunes, José Engrácia, *Instrumentos Financeiros* (3.ª ed., Almedina 2017)

Arzac, Enrique R., *PERCS, DECS, and Other Mandatory Convertibles* (1997), em *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. X, n.º 1, 54

Avdjiev, Stefan; Kartasheva, Anastasia; e Bogdanova, Bilyana, *CoCos: a primer* (setembro de 2013), em *BIS Quarterly Review*, 43

Ballesteros Garrido, José Antonio e Pérez Guerra, Miguel, *La protección del cliente minorista en relación con la comercialización de obligaciones convertibles* (janeiro – março 2016), em *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 299, 255

Banfi, Alberto, *Le obbligazioni convertibili in azioni – Aspetti teorici e prassi applicativa nel mercato mobiliare italiano* (Il Mulino 1990)

Barber, Brad M., *Exchangeable Debt* (1993), em *Financial Management*, Vol. XXII, n.º2, 48

Barbosa, Nuno, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu (Almedina 2012), anotação ao art. 350.º

Bastos, Miguel Brito, *A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações (contingent convertibles) como fundos próprios de instituições de crédito na transição para Basileia III*, em *O novo direito bancário*, coord. Paulo Câmara / Manuel Magalhães (Almedina 2012) 175

Bratton, William W., *Corporate finance – Case and Materials* (6.ª ed., Foundation Press 2008)

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; e Allen, Franklin, *Principles of Corporate Finance* (10.ª ed., McGraw-Hill Higher Education 2011)

Brennan, Michael e Kraus, Alan, *Efficient Financing Under Asymmetric Information* (1987), em *Journal of Finance*, Vol. XLII, Issue 5, 1225

Brennan, Michael J. e Schwartz, Eduardo S., *The Case for Convertibles* (1998), em *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. I, Issue 2, 55

Bussoletti, Mario, *Obbligazioni Convertibili, con Warrant, con Partecipazione Agli Utili* (1988), em *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, n.º 5-8, 261

Cahn, Andreas e Kenadjian, Patrick, *Contingent Convertible Securities: From Theory to CRD IV*, Working Paper Series No. 143/2014 (Institute for Law and Finance Goethe-Universität Frankfurt Am Main 2014)

Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (3.ª ed., Almedina 2016)

Carrera Villagrán, Álvaro, *Las Obligaciones: Controversias de las Obligaciones Convertibles en Acciones*, Trabajo Fin de Grado en Derecho Mercantil 4-E Negocios (Universidad Pontificia de Comillas – ICADE 2014)

Castellano Ramírez, M. J., *Aumento del capitale sociale, em Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Vol. I (Giuffrè 2003) 760

Castro, Carlos Osório de, *Valores Mobiliários: Conceitos e Espécies* (2.^a ed., Universidade Católica Portuguesa 1998)

Chan, Stephanie e Wijnbergen, Sweder van, *CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility*, Tinbergen Institute Discussion Paper 16-007/VI (2016)

Chemmanur, Thomas; Nandy, Debarshi; Yan, Na; e Jiao, Jie, *A Theory of Mandatory Convertibles* (2014), em *Journal of Banking & Finance* 42, 352

Cordeiro, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito de Valores Mobiliários* (Almedina 2016)

Correia, Francisco Mendes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro (Almedina 2009) anotação ao art. 458.º

Culp, Christopher L., *Contingent capital vs. contingent reverse convertibles for banks and insurance companies* (2009), em *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 21, n.º 4, 17

Dias, António Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações* (Quid Juris? Sociedade Editora 2002)

Dias, Cristina Sofia, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas* (dezembro de 2002), em *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, 97

Dong, Ming; Dutordoir, Marie; e Veld, Chris, *Why Do Firms Issue Convertible Bonds? Evidence From the Field* (2016) <<http://cfr.ivo-welch.info/readers/2017/dong-dutordoir-veld.pdf>> (consultado a 05/03/2017)

Drygala, Tim; Staake, Marco; e Szalai, Stephan, *Kapitalgesellschaftsrecht Mit Grundzügen des Konzern- und Umwandlungsrechts* (Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2012)

Dutordoir, Marie; Lewis, Craig; Seward, James; e Veld, Chris, *What we do and do not know about convertible bond financing* (2014), em *Journal of Corporate Finance* 24, 3

Fernández del Pozo, Luis, *Las Obligaciones Convertibles y la Defensa de la Integridad del Capital Social* (2014), em *Revista de Derecho Mercantil* 294, 3

<<https://signon.thomsonreuters.com/?productid=EREAD&viewproductid=EREAD&returnurl=http%3A%2F%2Fproview.thomsonreuters.com%2Flibrary.html%3Fsponsor%3D0000101319-IP&culture=es-ES&lr=12&bhcp=1&bhhash=1#/library>> (consultado a 20/05/2017)

Ferran, Eilís e Ho, Look Chan, *Principles of Corporate Finance Law* (2.^a ed., Oxford University Press 2014)

Florstedt, Tim, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 4 – 2. Teillieferung, §221 (3.^a ed., Carl Heymanns Verlag 2017)

Ford, Guy; Carlin, Tyrone M.; e Finch, Nigel, *Do Hybrid Instruments Lower the Firm Cost of Capital?* (2006) <<https://ssrn.com/abstract=902202>> (consultado a 16/12/2016)

García de Enterría, Javier, *La Delegación en los Administradores de la Facultad de Emisión de Obligaciones Convertibles*, em *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 9 (*La Ley* 2011) 9

Ghosh, Chinmoy; Varma, Raj; e Woolridge, J. Randall, *An analysis of exchangeable debt offers* (1990), em *Journal of Financial Economics*, Vol. XXVIII, Issues 1-2, 25

Glover, Stephen I., *Solving Dilution Problems* (1996), em *51 Business Lawyer*, 1241

Gomes, Fátima, *Obrigações Convertíveis em Acções* (Universidade Católica Editora 1999)

González Jiménez, Luis, *Derechos de Adquisición de Acciones Incorporados en Warrants y Obligaciones Convertibles y Canjeables Emitidos por Sociedades Cotizadas: Valoracion y*

Protección Frente a Nuevas Emisiones y Ante Operaciones de Modificación del Capital del Emisor (Universidad Complutense de Madrid, Servicio de Publicaciones 2002)

Graham, John R. e Harvey, Campbell R., *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field* (2001), em *Journal of Financial Economics* 60, 187

Grechenig, Kristoffel R., *Discriminating Shareholders Through the Exclusion of Pre-emption Rights? - The European Infringement Proceeding Against Spain (C-338/06)*, Economics Working Paper No. 2008-10 (2007) <<https://ssrn.com/abstract=1079949>> (consultado a 25/05/2017)

Green, Richard C., *Investment Incentives, Debt and Warrants* (1984), em *Journal of Financial Economics* 13, 115

Greene, Robert W., *Understanding CoCos: What Operational Concerns & Global Trends Mean for U.S. Policymakers* (2016), em *M-RCBG Associate Working Paper Series* No. 62 <https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/CoCo_Greene_Public_Final.pdf> (consultado a 20/10/2017)

Greggers, Timo e Nippel, Peter, *Verwässerungsschutz bei Finanzierungsinstrumenten mit Optionselementen am Beispiel von Wandelanleihen* (2012), em *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 64, 494

Guiné, Orlando Vogler, *O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as ações e as obrigações)*, em *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, coord. Rui Pinto Duarte, Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu (Almedina 2011)

Guiné, Orlando Vogler, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, coord. Jorge M. Coutinho de Abreu (Almedina 2012) anotação aos arts. 365.º, 366.º, 367.º, 369.º e 370.º

Huang, H., *Valuation of Convertible Bonds*, Inaugural Dissertation zur Erlangung des Grades eines Doktors der Wirtschafts und Gesellschaftswissenschaften durch die Rechts und

Staatswissenschaftliche (Fakultät der Rheinischen Friedrich–Wilhelms– Universität Bonn 2010)

Hüffer, Uwe e Koch, Jens, *Aktiengesetz* (12.^a ed., C.H. Beck 2016), AktG § 186 [Bezugsrecht], Rn. 6 <https://online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/HuefKoAktG_12/AktG/cont/HuefKoAktG.AktG.p186.htm> (consultado a 20/04/2017)

Hüffer, Uwe e Koch, Jens, *Aktiengesetz* (12.^a ed., C.H. Beck 2016) AktG § 221 [Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen] Rn. 4 <https://online.beck.de/Dokument?vpath=bibdata%2Fkomm%2Fhuefkoaktg_12%2Faktg%2Fcont%2Fhuefkoaktg.aktg.p221.glii.g11.glb.htm&pos=0&hlwords=on> (consultado a 20/04/2017)

Hüffer, Uwe e Koch, Jens, *Aktiengesetz* (12.^a ed., C.H. Beck 2016) AktG § 221 [Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen], Rn. 5b <https://online.beck.de/?vpath=bibdata/komm/HuefKoAktG_12/AktG/cont/HuefKoAktG.AktG.p221.glii.g11.glb.g11.glb.htm> (consultado a 20/04/2017)

Hukins, Nancy White, *An Examination of Mandatorily Convertible Preferred Stock* (1999), em *The Financial Review* 34, 89

Iglesias, Juan Luis e Paz-Ares, Cándido, *Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente* (2007), em *InDret Revista para el Análisis del Derecho* <<http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/78699/102775>> (consultado a 21/05/2017)

Jensen, M. C. e Meckling, W. H., *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure* (1976), em *Journal of Financial Economics* 3, 305

Kahan, Marcel e Yermack, David, *Investment Opportunities and the Design of Debt Securities* (1995), NYU Working Paper No. FIN-95-026 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1298340> (consultado a 20/12/2016)

Kahan, Marcel, *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities: A Guide Through the Maze* (1995), Harvard Paper no. 152, 148
<http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Kahan_152.pdf>
(consultado a 05/01/2017)

Kaźmierczak, Damian e Marszalek, Jakub, *The use of exchangeable bonds during the privatization process* (2013), em *Financial Internet Quarterly, e-Finance*, Vol. IX, n.º 4, 87
<<http://e-finanse.com/archives/?page=wpabstracts&tab=attachments&task=download&type=attachment&id=204>> (consultado a 05/02/2017)

Kieweiet, Gera; Lelyveld, Iman van; e Wijnbergen, Sweder van, *Contingent Convertibles: Can the Market Handle Them?*, (DNB Working Paper No. 572, 2017)
<https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20572_tcm46-363769.pdf>
(consultado a 10/10/2017)

Kleidt, Benjamin, *The Use of Hybrid Securities; Market Timing, Investor Rationing, Signaling and Asset Restructuring* (Deutscher Universitäts-Verlag 2006)

Koffer, Timo, *Basel III – Implications for Banks' Capital Structure: What Happens with Hybrid Capital Instruments?* (Anchor Academic Publishing 2013)

Krausler, Mag. Ines, *Die Pflichtwandelanleihe*, Exposé der Dissertation angestrebter akademischer Grad Doktor iuris, (Institut für Unternehmens- und Wirtschaftsrecht Universität Wien 2011) <https://ssc-rechtswissenschaften.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/s_rechtswissenschaft/Doktoratsstudium_PhD/Expose1/Wirtschafts-_und_Unternehmensrecht_Gesellschaftsrecht_/Die_Pflichtwandelanleihe.pdf> (consultado a 05/05/2017)

Lewis, M. Craig; Rogalski, Richard J.; e Seward, James K, *Understanding the Design of Convertible Debt* (1998), em *Journal of Applied Corporate Finance* 11, 45

Lux, Sabrina, *Die Dogmatik des Umtausches von Wandelanleihen in Aktien*, (Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft 2014)

Maes, Stan e Schoutens, Wim, *Contingent Capital: An In-Depth Discussion* (2012), em *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, vol. 41, n.º ½, 59

Magalhães, Manuel, *A evolução no direito prudencial bancário no pós-crise: Basileia III e CRD IV*, em *O Novo Direito Bancário*, coord. Paulo Câmara / Manuel Magalhães, (Almedina 2012) 285

Majluf, Nicholas S. e Myers, Stewart C., *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have* (1984) NBER Working Paper No. W1396 <<https://ssrn.com/abstract=274547>> (consultado a 04/01/2017)

Mäntysaari, Petri, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, Vol. III: Funding Exit, Takeovers* (Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2010)

Mascareñas, Juan, *Opciones Implícitas en Instrumentos de Financiación de la Empresa (Embedded Options in Firm's Financing Instruments)* (2011), em *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*, 25 <<https://ssrn.com/abstract=2314573>> (consultado a 04/05/2017)

Mikkelsen, Wayne H. e Partch, M. Megan, *Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process* (1986), em *Journal of Financial Economics*, Vol. XV, 31

Monroy, Carlos Rodriguez e Huerga, Ángel, *Los Instrumentos Convertibles en Acciones para la Financiación Empresarial en un Entorno Económico de Restricción del Crédito Bancario* (2014), em *Economía Industrial n.º 32: Innovación y Creación de Valor*, 89

Myers, Stewart C., *Financing of Corporations*, em *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. I, Part A, edited by George M. Constantinides, Milton Harris and Rene M. Stulz, (Elsevier 2003) 215

Nijs, Luc, *Mezzanine Financing: Tools, Applications and Total Performance* (Wiley Finance 2014)

Oliveira, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance* (2.^a ed., Almedina 2015)

Pires, Florbela, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro (2.^a ed., Almedina 2011), anotação aos arts. 366.º, 368.º e 369.º

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey; e Jordan, Bradford, *Corporate Finance* (10.^a ed., McGraw-Hill/Irwin 2012)

Spiegeleer, Jan de; Hulle, Cynthia Van e Schoutens, Wim, *The Handbook of Hybrid Securities: Convertible Bonds, CoCo Bonds and Bail-In* (Wiley Finance 2014)

Stein, Jeremy C., *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing* (1992), em *Journal of Financial Economics* 32, 3

Szymanowska, Marta; Horst, Jenke Ter; e Veld, Chris, *Reverse Convertible Bonds Analyzed* (2009), em *Journal of Futures Markets*, Vol. 29, n.º 10, 3 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=730543> (consultado a 14/11/2017)

Tapia Hermida, Alberto Javier, *Las Obligaciones Convertibles en el Derecho Español*, em *Derecho de Sociedades Anónimos*, Libro III, Vol. II (Civitas 1994) 1096

Teles, João, *Os Contingent Convertibles (CoCos) como instrumentos de fundos próprios à luz da CRD IV e do CRR – Destaque para os perigos de uma opção legislativa por um “low trigger”* (Estudos, Instituto dos Valores Mobiliários 2016) <https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1485960222cocos_como_instrumentos_at1s_jpt_vf.pdf> (consultado a 04/05/2017)

Uría, Rodrigo e Menéndez, Aurelio, *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I (2.^a ed., Thomson Civitas 2006)

Valeri, Martina, *Reverse convertible bonds*, Tesi di Laurea in Finanza Matematica (Alma Mater Studiorum – Università di Bologna 2016)

Varela, João de Matos Antunes, *Das Obrigações em Geral*, Vol. I (5.^a ed., Almedina 1986)

Websites consultados

http://cdn.sporting.digitaljump.xyz/sites/default/files/documentos/relatoriocontassporting_sad20152016.pdf, consultado a 08/05/2017

<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd19257.pdf>, consultado a 08/05/2017

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53266.pdf>, consultado a 08/05/2017

<https://www.bportugal.pt/page/micro-regras-prudenciais?mlid=1869>, consultado a 03/10/2017

<https://www.xmarkets.db.com/CH/Download/Termsheet/7f8f0a63-91a2-4f82-af6c-2c982d33c787>, consultado a 28-04-2017