

Universidade Católica Portuguesa
Faculdade de Direito – Escola de Lisboa
Mestrado em Direito e Gestão



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

Dissertação de Mestrado

Obrigações Convertíveis

Enquadramento Jurídico-Económico

Ana Catarina Leocádia Brito Colaço Gabriel

Orientador: Professor Doutor Rui Pinto Duarte

Lisboa, abril 2022

Resumo

No contexto político-económico atual é relevante as empresas procurarem alternativas de financiamento, tendo em conta a situação de crise que surgiu como consequência do isolamento e se agravou ainda mais com a atual situação de instabilidade na Europa.

A emissão de obrigações convertíveis apresenta-se como uma opção não só atrativa aos investidores, mas também com vantagens a nível fiscal.

Este trabalho começa com um enquadramento das obrigações do ponto de vista jurídico-económico a que se segue uma análise das obrigações convertíveis, incluindo das opções incorporadas nestas, com breves exemplos reais de aplicações da figura em Portugal.

Palavras-chave: Obrigações Convertíveis, Obrigações, Opções Incorporadas

Abstract

In the current political-economic context it is relevant for companies to seek alternative financing methods, especially when considering the crisis that has arisen as a consequence of the isolation, and which has worsened even more with the current instability in Europe.

Thus, the issue of convertible bonds presents itself as an option not only attractive to investors, but also with advantages at tax level.

This work starts from a legal and economic framework of bonds, followed by an analysis of convertible bonds and the options embedded in them, with brief real examples of applications of the figure in Portugal.

Keywords: Convertible Bonds, Bonds, Embedded Options

Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador, o Professor Doutor Rui Pinto Duarte, por toda a disponibilidade e prontidão demonstradas desde o primeiro momento, por todas as recomendações de fontes, revisões e sugestões para melhorar o meu trabalho.

Às minhas amigas Carolina, Mafalda e Karen pelo constante incentivo e ajuda prestados ao longo do Mestrado.

Ao meu avô pelas numerosas conversas sobre obrigações, e a sua paciência para ouvir as minhas ideias sobre o tema.

Por fim, um especial agradecimento aos meus pais, pelo apoio incondicional nas minhas escolhas.

Índice

Resumo	1
Abstract	1
Agradecimentos	2
Acrónimos e Abreviaturas	5
Introdução	6
1. Obrigações	9
1.1 Títulos de Crédito	9
1.2 Valores Mobiliários	12
1.3 Valores Mobiliários e Títulos de Crédito.....	14
1.4 Obrigações	14
1.4.1 Os Emitentes de Obrigações	15
1.4.2. Características e vantagens	17
1.5 Valor de uma Obrigação	20
1.5.1 Atualização e Capitalização	20
1.5.2 Perpetuidades e Anuidades	21
1.5.3 Valor de uma Perpetuidade.....	21
1.5.4 Valor de uma Anuidade	22
1.5.5 Valor de uma Obrigação	23
2. História das Obrigações em Portugal e a Evolução do seu Regime Legal.....	24
2.1 O Regime Vigente das Obrigações	27
2.1.1 Emissão de Obrigações	28
3. Modalidades de Obrigações	31
4. As Obrigações Convertíveis	33
4.1 Obrigações Convertíveis em Ações	36

4.2 Obrigações Convertíveis como uma Opção.....	39
4.2.1 Opções.....	40
4.2.2 <i>Embedded Options</i>	41
4.3 Valor de uma Obrigação Convertível	42
5. Análise de Emissões de Obrigações Convertíveis	43
5.1 EDP e o seu Processo de Privatização	43
5.2 Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD	46
Conclusão.....	47
Bibliografia	49

Acrónimos e Abreviaturas

ACE – Agrupamento Complementar de Empresas

AEIE – Agrupamento Europeu de Interesse Económico

CC – Código Civil

CCom – Código Comercial

CCoop – Código Cooperativo

CEE – Comunidade Económica Europeia

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

IRS – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares

LUCh – Lei Uniforme Relativa ao Cheque

LULL – Lei Uniforme Relativa às Letras e Livranças

OTC – *Over the Counter*

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

SA – Sociedade Anónima

SAD – Sociedade Anónima Desportiva

Introdução

A empresa é no seu âmago uma unidade que utiliza fatores de *input* para obter *ouputs*, com o objetivo de maximização do valor¹.

Existem duas decisões essenciais na determinação do valor da empresa: as decisões de investimento (onde alocar o dinheiro) e as decisões de financiamento (onde se vai buscar o dinheiro).

As empresas têm necessidades de financiamento para realizar investimentos de longo prazo (aquisição de edifício ou equipamento) ou para cobrir as atividades correntes (fundo de maneiio). Assim, a necessidade de financiamento é algo que existe, mesmo em empresas autossuficientes, há sempre necessidade de gestão financeira.

Estes investimentos são utilizados nas atividades produtivas e estas por sua vez vão gerar dinheiro, *Cash Flows*.

A atividade económica desenvolvida pela empresa tem assim um espelho nos movimentos financeiros consistentes em fluxos de saída correspondente a despesas e fluxos de recebimento correspondentes às receitas da atividade. A relação entre a atividade produtiva e o financiamento é a rentabilidade.

As empresas podem obter financiamento interno (que pode corresponder ao *cash flow* gerado pela atividade, ou obtido através de alienação de bens) ou externo (que em termos genéricos corresponde à emissão de dívida ou à emissão de capital próprio).

A opção por financiamento externo vai alterar o *mix* de dívida e capital próprio no financiamento, ou seja, tem consequências na estrutura de capital² da empresa.

A escolha da estrutura de capital depende do tipo de empresa ou projeto que é analisado (para cada tipo o *mix* é diferente: por exemplo, se uma empresa está no arranque da sua atividade

¹ Maximização de valor não é o mesmo que maximização de lucros. O valor de uma empresa é determinado pelo *present value* de todos os *cash flows* futuros da empresa. Assim, o objetivo de uma empresa é maximizar quanto a empresa vale hoje tendo em conta o que vai ser gerado no futuro (através de previsões do *cash flow* futuro).

² “*The mix of long-term debt and equity financing.*” (Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, New York (2022), p. 395.)

é natural que não tenha acesso a financiamento externo). Existem vários fatores que devem ser analisados em cada caso concreto, como o custo de financiamento³, a localização da empresa, o seu ciclo económico, o efeito de alavancagem⁴ e até mesmo o efeito fiscal da dívida⁵, na escolha da estrutura de capital a adotar.

A grande diversificação dos meios de financiamento e dinamização dos mercados de capitais em que se vive atualmente⁶ permite a existência de uma grande liquidez de mercado, com o dinheiro cada vez mais barato, permitindo às empresas fixar financiamento de logo prazo com taxas baixas (eliminando riscos de taxas de juro), o que se reflete num maior recurso à dívida (não só pelas empresas, mas também pelo Estado).

Em simultâneo as economias têm vindo a desacelerar o seu crescimento e as taxas de juros⁷ ficaram mais baixas, chegando mesmo em alguns casos a atingir valores negativos. Esta descida

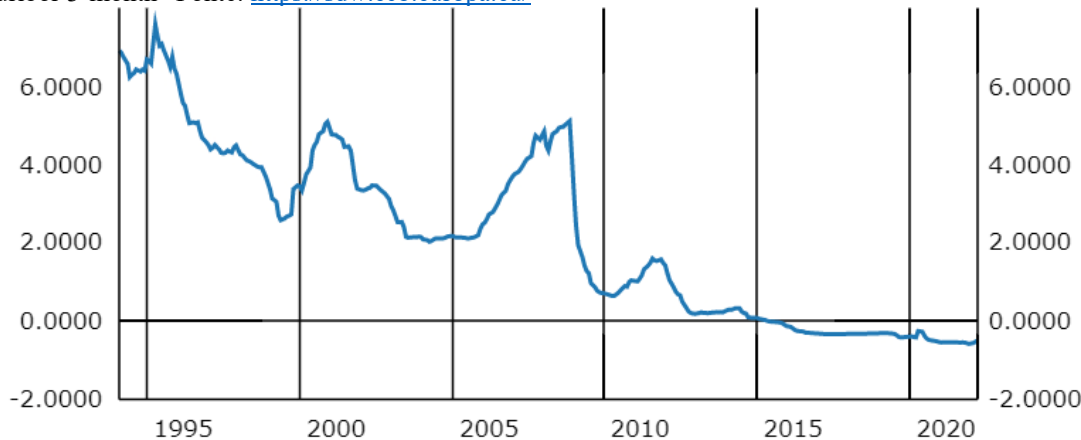
³ O custo da dívida é um dado externo e tende a manter-se inalterado (o custo da dívida pode aumentar ligeiramente para níveis de dívida diferentes). O custo de capital pelo seu lado tende a flutuar, e cada vez que se recorre a dívida numa empresa para financiar a empresa ou um projeto, aumenta-se o risco/ a volatilidade dos resultados para os acionistas. Assim, todo o aumento da remuneração é para compensar o risco acrescentado, sem nenhuma criação adicional de valor. Trata-se apenas de uma maneira diferente de dividir o risco.

⁴ A alavancagem financeira consiste na utilização de dívida na aquisição de mais ativos permitindo resultados mais extremos (tanto ganhos como perdas). O recurso a dívida pode ser utilizado como meio de alavancar rentabilidade do capital próprio (os resultados da empresa estão a ser alavancados pelo uso da dívida, e a margem que se ganha ao investir dívida é distribuído pelos acionistas – o que sobra e não é preciso pagar aos credores, vai para os acionistas).

⁵ Os impostos são vistos como uma imperfeição do mercado, e impactam a decisão da escolha da estrutura de capital na medida em que os juros são considerados um custo para a empresa em termos fiscais, e por isso baixam os impostos que a empresa paga (ao recorrer a dívida uma empresa consegue diminuir os impostos a pagar, o que é vantajoso uma vez que os impostos não têm contrapartida para a empresa).

⁶ Este fenómeno deveu-se em grande parte ao fim da Guerra Fria (o fim das necessidades de defesa permitiu uma libertação de fundos que passaram a poder ser usados como fonte de financiamento das empresas), e à abertura generalizada de fronteiras e de mercados.

⁷ “Euribor 3-month” Fonte: <https://sdw.ecb.europa.eu/>



das taxas de juro provoca rentabilidades muito baixas, que aliadas às crises, têm contribuído para graves problemas de *performance* dos Bancos.

Encontramo-nos então numa situação em que as empresas devem considerar meios alternativos a recorrer à dívida bancária como fonte primária de financiamento, que é a tendência em Portugal (em que o mais comum é as empresas sem endividamento bancário terem uma componente de capital próprio mais forte).

Considerando o exposto, propomo-nos a analisar de que formas, como instrumento híbrido que são, as obrigações convertíveis são capazes de responder não só às necessidades de financiamento concretas do emitente, mas também de funcionar como um meio de balancear a estrutura de capital, ou mesmo com o objetivo de alienação de *holdings* não estratégicos.

Para isso é abordado o regime das obrigações em geral, um método de valoração das mesmas, o regime das obrigações convertíveis e a comparação do seu valor com o de uma obrigação normal, e são apresentados exemplos concretos da aplicação da figura das obrigações convertíveis em Portugal.

1. Obrigações

As obrigações são valores mobiliários e, para parte da doutrina portuguesa, títulos de crédito, devendo, por isso, uma análise das obrigações passar pelo que são títulos de crédito e valores mobiliários.

1.1 Títulos de Crédito

Títulos de crédito são documentos⁸ que conferem ao seu titular um direito de crédito, ou seja, o direito a uma contraprestação que foi diferida no tempo.

Estes títulos surgiram como forma de tornar os pagamentos mais seguros (quando comparados com pagamentos em dinheiro), pois, independentemente do montante associado, os títulos estão consubstanciados num único documento. São também uma forma de tutela do crédito, podendo ser usados como prova da sua existência em casos de incumprimento, envolvendo menos riscos na sua circulação.

São exemplos de títulos de crédito as letras e livranças e os cheques.

Os títulos de crédito apresentam como características incontestadas a literalidade, a autonomia e, no caso dos títulos abstratos, a abstração.

A literalidade é a característica que impõe que o conteúdo do título tem de corresponder ao direito que está a ser titulado (“O conteúdo literal ou gramatical do título corresponde ao direito (cartular) que por ele é representado, de modo que o conteúdo, a natureza e os limites deste têm o âmbito e o valor que resultar do próprio título”⁹).

A criação do título de crédito implica necessariamente o estabelecimento em documento, criado para efeitos de circulação, da obrigação a que o título de crédito se refere. Tal justifica-se pela própria função que estes títulos têm: ser suficientes para o direito em causa possa ser

⁸ Deve aqui ter-se em conta a noção de documento encontrada no artigo 362.º, do CC, segundo o qual “diz-se documento qualquer objecto elaborado pelo homem com o fim de reproduzir ou representar uma pessoa, coisa ou facto”, que deve ser interpretado no sentido de se aplicar não só a documentos em suporte físico (como o papel) mas também a documentos desmaterializados (como suporte informático) que não deixam de ser factos documentados/elaborados pelo homem.

⁹ Paulo Olavo Cunha, *Direito Comercial e do Mercado*, Coimbra (2021), p. 404

exercido¹⁰, e proteção dos terceiros (prevalecendo a declaração documental em prol da declaração pré-existente, como forma de proteção de terceiros¹¹).

Com o evoluir da tecnologia e a maior rapidez associada, ocorreu uma desmaterialização ou desincorporação dos títulos de crédito, ou seja, os documentos que costumavam ter um suporte físico passaram a constar de um registo informático, registo que é em si mesmo um documento. “Embora se abandone o veículo, pretendeu-se conservar todas as vantagens que aos títulos de crédito estavam ligadas.”¹²

Esta desmaterialização permitiu uma maior rapidez e globalização na circulação dos títulos no mercado, e eliminou os riscos associados a um documento físico (como a sua perda, falsificação ou destruição).

A autonomia é uma característica que deve ser distinguida em dois sentidos: autonomia quanto ao negócio subjacente – a chamada autonomia do título (uma característica que foi acolhida no artigo 17.º da LULL, e no artigo 22.º da LUCH¹³, que se traduz na inoponibilidade de vicissitudes originadas no plano das relações pessoais no plano das relações resultantes da transmissão do título) – e autonomia do direito do portador atual face aos portadores anteriores – a autonomia cartular (que foi acolhida nos artigos 16.º, da LULL, e 21.º da LUCH¹⁴, significando

¹⁰ Uma parte da doutrina aceita que, apesar de, na maioria dos casos, um título valer apenas com as menções nele constantes, há títulos que só contêm o essencial, funcionando por remissão para caracterizar o direito que representam. Um exemplo de títulos em que tal é verdade, para quem as aceita como títulos de crédito, são as ações tituladas das sociedades anónimas, que embora tenham de respeitar certas menções obrigatórias (artigo 44.º do CVM), titulam os direitos ligados à participação social que representam por remissão para o contrato de sociedade. Esta literalidade indireta é criticada por Paulo Câmara em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, p. 126.

¹¹ Neste sentido Giuseppe Ferri, *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino (1993), p.693-694. A prevalência da formulação literal do título de crédito é também adotada na doutrina portuguesa como se pode ver em José de Oliveira Ascensão, *Direito Comercial, Volume III Títulos de Crédito*, Lisboa (1992), p. 26-27, que defende que fora das relações imediatas o que vigora “é o que foi exarado, e não o que efectivamente fora estipulado ou existia já entre as partes”, admitindo contudo “que nas relações imediatas, relações credor-devedor, por exemplo, é sempre possível invocar a verdadeira situação e fazê-la prevalecer sobre o que consta do título.”

¹² José de Oliveira Ascensão, “Valor Mobiliário e Título de Crédito”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa (1997), p. 29

¹³ O artigo 17.º da LULL e o artigo 22.º da LUCH consagram o princípio da inoponibilidade das exceções fundadas sobre as relações pessoais, sendo admitidas exceções nos casos em que se faça uso da inoponibilidade com o objetivo de causar prejuízo (“a menos que o portador ao adquirir a letra tenha procedido conscientemente em detrimento do devedor.”, no artigo 17.º da LULL, e “salvo se o portador ao adquirir o cheque tiver procedido conscientemente em detrimento do devedor.”, no artigo 22.º da LUCH).

¹⁴ Estes artigos acolhem esta característica baseado no facto de que o Direito considera que o portador de um título se encontra legitimado se baseia a sua legitimação numa cadeia ininterrupta de endossos.

que cada titular adquire o direito livre de vicissitudes que tenham ocorrido anteriormente à sua aquisição do mesmo).

Os títulos de crédito podem ser causais ou abstratos.

Os títulos causais são títulos que dependem da relação fundamental, “há um nexos indissociável entre o título e a respetiva fonte (ou causa da sua subscrição e existência)”¹⁵. Estes títulos perdem a sua validade e eficácia se a relação jurídica que levou à sua criação é afetada por vicissitudes originárias ou supervenientes.

No caso dos títulos abstratos, opera a característica da abstração segundo a qual a validade do título depende apenas da sua literalidade, e é por isso independente da relação jurídica que levou à sua criação, o que justifica a autonomia cartular do título, permitindo assim que o título tenha valor independentemente das vicissitudes que estejam ligadas ao direito subjacente.

Existem ainda pretensas características, “outros atributos ou aspetos (...) indicados por diversos autores como características dos títulos de crédito”¹⁶, como José de Oliveira Ascensão e António Ferrer Correia, mas que não são aceites como verdadeiras características dos títulos pela totalidade da doutrina, como Paulo Olavo Cunha em *Direito Comercial e do Mercado*.

Uma destas características é a incorporação¹⁷, a necessidade de um título constar de um documento. Este é um aspeto que pode ser observado em todos os títulos de crédito, sendo parte daquilo que faz um título ser um título, confundindo-se o documento com o próprio título, não podendo por esta razão ser visto como apenas uma característica dos títulos.

¹⁵ *Direito Comercial e do Mercado*, p. 408

¹⁶ *Direito Comercial e do Mercado*, p. 408

¹⁷ Apesar de incluírem a incorporação como uma característica dos títulos de crédito António Ferrer Correia, *Lições de Direito Comercial, Vol. III Letra de Câmbio*, Coimbra (1975), p. 6-7, (“a ideia de incorporação surgiu precisamente para exprimir a conexão apontada entre o documento e o direito. Não há, porém, é evidente, incorporação alguma, não é propriamente disso que se trata, senão apenas de legitimação formal.” É assim uma “Imagem plástica, portanto destinada a sugerir com força dada realidade normativa, dada relação intercorrente”), e José de Oliveira Ascensão, *Direito Comercial, Volume III Títulos de Crédito*, p. 25-27, (“Afirma-se generalizadamente que os títulos de crédito incorporam direitos. Como documento e direitos são realidades de natureza distinta, a incorporação só pode ser jurídica.”, embora considere “que a incorporação não representa fenómeno novo (...). É antes a característica que exprime a função de legitimação passiva que é própria do título de crédito”), referem que esta é apenas uma expressão da função de legitimação, e não é necessariamente autónoma.

Uma segunda característica apontada na doutrina é a legitimação. Esta característica consubstancia-se na ideia de que para se proceder ao exercício e à transmissão do título é necessário ser-se detentor do mesmo¹⁸.

Contudo, esta legitimação, mais do que uma característica do título, acaba por ser uma das suas funções, garantindo (em certa medida) que o devedor está a pagar ao credor legítimo.

Por fim, a transmissibilidade também é tida por grande parte da doutrina como uma característica dos títulos. Todavia, na verdade esta não pode ser vista como uma mera característica, pois é na realidade a transmissibilidade é outra das funções essenciais dos títulos de crédito, o título em si é criado para permitir a circulação do direito de crédito.

1.2 Valores Mobiliários

A primeira questão que surge quando se trata de valores mobiliários é a delimitação do conceito de valor mobiliário.

Esta problemática começa logo pela polissemia do conceito, sendo comum encontrar tanto em textos nacionais como estrangeiros o conceito utilizado com diferentes significados. Acresce a isto a crescente diversificação dos tipos de valores mobiliários que ainda mais dificulta a tarefa de delimitar o que é um valor mobiliário.

A nível internacional a Convenção relativa à legislação a aplicar a certos direitos respeitantes a valores mobiliários detidos junto de intermediários (Convenção de Haia), define valores mobiliários, no seu artigo 1.º, n.º 1, al. a), como “*“securities” means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash), or any interest therein*” (quaisquer ações, obrigações ou outros instrumentos ou bens financeiros que não dinheiro, ou qualquer direito inerente), e no artigo 1.º, al. a), da *Unidroit Convention On Substantive Rules For Intermediated Securities* (Convenção de Genebra sobre os Valores Mobiliários Intermediários), é acolhida uma definição semelhante: “*“securities” means any shares, bonds or other financial*

¹⁸ É esta a posição defendida em *Lições de Direito Comercial, Vol. III Letra de Câmbio*, p. 6, “É que a posse do documento, adquirida segundo a sua lei de circulação, habilita (legitima) o portador a exercer o direito – mesmo que ele não seja o verdadeiro titular.”, “O título desempenha aqui uma função de legitimação do seu possuidor; pode exercer o direito quem tiver a posse regular do título – e só ele.”

instruments or financial assets (other than cash) which are capable of being credited to a securities account and of being acquired and disposed of in accordance with the provisions of this Convention” (quaisquer ações, obrigações ou outros instrumentos ou bens financeiros que não dinheiro, que possam ser creditados numa conta de valores e ser adquiridos ou alienados de acordo com as regras da Convenção).

No contexto do Direito Europeu não existe uniformidade de delimitação do conceito, sendo, como exemplo, valores mobiliários definidos como “as categorias de valores que são negociáveis no mercado de capitais, com exceção dos meios de pagamento,” no parágrafo 44) do n.º 1 do artigo 4.º, da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, enquanto a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de Julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, não define valores mobiliários, apenas apresentando uma lista no artigo 2.º, n.º 1, al. n)¹⁹.

No direito nacional, o artigo 1.º, n.º 1, al g), do CVM, não define um conceito de valor mobiliário, mas dá indicações de requisitos: “documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, (...) que sejam suscetíveis de transmissão em mercado”.

Deste artigo retiramos em primeiro lugar que um valor mobiliário é um documento, tal como acontece com os títulos de crédito. Este requisito afasta as participações sociais de uma sociedade por quotas do conceito de valores mobiliários, pois estas não podem ser representadas por títulos²⁰.

Em segundo lugar, um valor mobiliário é representativo de situações jurídicas. Estas situações jurídicas têm de ser de direito privado, com natureza patrimonial ativa, passiva ou mista.

¹⁹ “«Valores mobiliários»: i) as ações de sociedades e outros títulos equivalentes a ações de sociedades («ações»), ii) as obrigações e outros títulos representativos de dívida («títulos de dívida»), iii) quaisquer outros valores mobiliários negociáveis que confirmam o direito de aquisição de valores mobiliários mediante subscrição ou permuta;”

²⁰ Artigo 219.º, n.º 7, do CSC

Em terceiro lugar estas situações jurídicas são homogéneas, ou seja, as situações jurídicas de base, e como consequências os valores mobiliários, são fungíveis. É esta fungibilidade que dá aos valores mobiliários a sua aptidão a circular.

Em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, p. 121, Paulo Câmara define valor mobiliário como “a posição jurídica fungível representada ligada em termos causais a uma operação coletiva de investimento suscetível de negociação em mercado”, e em *Valor mobiliário: evolução e conceito*, p. 342, António Menezes Cordeiro define valor mobiliário como “Documento representativo de uma situação jurídica homogénea, negociável em mercado regulamentado e indissociável do documento que a representa.”

1.3 Valores Mobiliários e Títulos de Crédito

A aproximação entre as figuras dos valores mobiliários e dos títulos de crédito, apesar de ser posição tendencialmente aceite pela maioria, não é livre de críticas e não é unânime. Para uns autores a verificação das características fundamentais dos títulos de crédito nos valores mobiliários implica que estes sejam aceites no regime aplicável aos títulos de crédito. Apresentando outros autores argumentos contra a verificação dessas mesmas características.

Para quem aceite a ligação entre as duas figuras, uma obrigação será qualificada tanto como um título de crédito como valor mobiliário²¹, e para quem não a aceite as obrigações são apenas um valor mobiliário.

1.4 Obrigações

As obrigações são valores representativos de dívida, de um crédito, de uma entidade, emitidos em massa, e que têm por base normalmente um contrato de mútuo, um empréstimo²². Mas tal não é o limite à relação que lhe pode estar subjacente, sendo igualmente admitido, por exemplo, que a emissão de obrigações seja utilizada para regularizar uma dívida já existente, ou

²¹ Esta dualidade é defendida por António Silva Dias, em *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa (2002), p. 27-28.

²² Amadeu Ferreira, em *Direito dos Valores Mobiliários*, p. 181, afirma que as obrigações apresentam uma grande diversidade e que é “muito difícil isolar o núcleo substancial do seu conteúdo para além do mútuo. É o financiamento da sociedade e a aplicação da poupança dos particulares que está em causa. Assim, talvez, fosse mais adequado falar em contrato de financiamento, dadas as características específicas que assume.”

seja, pagar uma dívida que a sociedade tenha para com esses credores antes mesmo da emissão de obrigações (pode ser mais favorável para a sociedade transformar uma dívida já existente num crédito obrigacionista)²³.

Tradicionalmente as obrigações dão aos seus titulares (credores da entidade emitente das obrigações) o direito a receber uma taxa de juros fixa, ao longo do empréstimo, sendo devolvido o principal (montante inicialmente mutuado) no fim do prazo da obrigação. Este tipo de obrigações é o que se chama no mundo financeiro *plain vanilla*.

No entanto, a taxa de juro acordada nem sempre é fixa, sendo comum a aplicação de uma taxa variável, em função de um indexante. O reembolso do capital na data de vencimento também não é uma característica essencial daquilo que é uma obrigação, podendo estar em causa, por exemplo, uma conversão da obrigação noutra valor mobiliário.

1.4.1 Os Emitentes de Obrigações

As obrigações podem ser emitidas pelas mais diferentes entidades (incluindo o Estado²⁴).

As sociedades anónimas podem emitir obrigações ao abrigo do artigo 348.º do CSC e o mesmo se aplica às sociedades em comandita por ações, tendo em conta que o artigo 478.º do CSC remete para o regime das sociedades anónimas.

O DL n.º 160/87, de 3 de abril, no seu artigo único estabelece que “As sociedades por quotas podem emitir obrigações, devendo observar-se, na parte aplicável, as disposições legais relativas às emissões de obrigações das sociedades anónimas”.

²³ Luis Brito Correia, em *Direito Comercial, Vol 2, Sociedades Comerciais*, Lisboa (1989), p. 499, defende que “Tradicionalmente, a emissão de títulos de obrigações enquadra-se no contrato de mútuo. Em todo o caso, pode admitir-se a emissão de obrigações como contrapartida de prestações de bens diversos de dinheiro, correspondentes a outros tipos de contratos”. No mesmo sentido, Pedro Pais de Vasconcelos em “As Obrigações no Financiamento da Empresa”, in *Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra (2002), p. 326, “Como títulos de crédito que são, as obrigações têm uma relação subjacente. Essa relação é constituída normalmente (tipicamente) pelo empréstimo obrigacionista. Pode sê-lo por outras relações, por exemplo, por um negócio de que resulte uma dívida que é paga com uma emissão de obrigações subscrita pelo credor, ou outra causa. A relação subjacente é a causa.”

²⁴ Como é referido em *Fundamentals of Corporate Finance*, p. 168, “Companies are not the only bond issuers. State and local governments also raise money by selling bonds”. Contudo, as obrigações do tesouro não são um valor mobiliário pois não são transmissíveis *inter vivos*.

A solução apresentada neste Decreto-Lei é criticada por Paulo Câmara, que defende que as “sociedades por quotas apresentam menores garantias quanto à fiscalização dos documentos de prestação de contas societárias”, e o regime do direito à informação para os sócios que é aplicável numa sociedade por quotas não é o mesmo que o regime numa sociedade anónima ao qual é paralelo o regime da informação aos obrigacionistas²⁵.

De acordo com a Base II, n.º 4 da Lei n.º 4/73, de 4 de junho, um ACE “pode emitir obrigações, se apenas for composto de sociedades por ações; a emissão é feita nas condições gerais aplicáveis à emissão desses títulos pelas sociedades.”

Quanto aos AEIE, segundo o artigo 7.º do DL n.º 148/90, de 9 de maio, “O agrupamento pode emitir obrigações para oferta em subscrição particular, nas mesmas condições que o agrupamento complementar de empresas, sem prejuízo do disposto no artigo 23.º do Regulamento (CEE) n.º 2137/85” (o qual estabelece que “O agrupamento não pode fazer apelo ao investimento do público.”).

As instituições de crédito também podem emitir obrigações, sem ser necessário que assumam a forma de sociedade anónima, por força do RGICSF (aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de dezembro).

Nos termos do artigo 95.º, n.º 1, do CCoop (Lei n.º 119/2015, de 31 de agosto), as cooperativas podem emitir obrigações, sendo excluídas, pelo n.º 2 do artigo, as obrigações convertíveis em “títulos de capital ou que confirmam o direito a subscrever um ou vários títulos de capital”.

O artigo 195.º do DL 94-B/98, de 17 de abril, com a epígrafe “Contração de empréstimos e emissão de títulos de dívida”, permite às empresas de seguros, em geral e não só as que sejam sociedades anónimas, a emissão de títulos de dívida.

Os municípios, em conformidade com o artigo 38.º, n.º 1, da Lei 2/2007, de 15 de janeiro, podem emitir obrigações.

²⁵ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, p. 151

Por fim, o DL n.º 320/89, de 25 de setembro permite que o Ministro das Finanças, através de ato administrativo, autorize outras entidades, que não legalmente habilitadas à emissão de obrigações, o possam fazer em circunstâncias especiais mediante justificação.

1.4.2. Características e vantagens

Uma obrigação tem como características comuns: um valor nominal (*face value*) – o valor que a obrigação paga no seu vencimento²⁶, e que é usado como base para cálculo dos juros a pagar pela entidade emitente da obrigação; o cupão (*coupon*²⁷) – valor de juro que é pago ao titular da obrigação numa determinada data, apurado através da taxa de cupão (*coupon rate*²⁸) que é multiplicada pelo valor facial como forma de apurar o juro a pagar; e uma data de vencimento (*maturity date*) – a data em que o emitente da obrigação paga o valor facial²⁹.

As obrigações normalmente não estão associadas a garantias, pois emitir um empréstimo que tem uma garantia direta implica que os novos obrigacionistas fiquem com prioridade se ter o seu crédito reembolsado, e, na maior parte dos casos, os credores já estabelecidos não aceitam que essas garantidas sejam feitas (a não ser que se consiga compartimentalizar muito bem o que é objeto da garantia, ficando uma emissão em concreto garantida pelo recebimento de ativos concretos, em termos algo semelhantes ao que ocorre numa *covered bond*³⁰). Contudo, tal não impede que na prática sejam acordados *covenants*³¹, como a proibição de venda de bens da entidade emitente.

²⁶ *Face Value* é definido em *Fundamentals of Corporate Finance*, p. 169, como “Payment at the maturity of the bond. Also called principal or par value.”

²⁷ *Fundamentals of Corporate Finance*, p. 169 define *coupon* como “The interest payments paid to the bondholder”. O nome cupão deve-se ao facto de, quando surgiram as obrigações, os seus títulos incluírem uma parte destacável que os obrigacionistas enviavam à entidade emitente para receberem o juro a que tinham direito (*Fundamentals of Corporate Finance*, p. 169, “In the old days, most bonds used to have coupons that the investor clipped off and mailed to the bond issuer to claim the interest payment”).

²⁸ “The coupon rate is the annual coupon payment expressed as a fraction of the bond’s face value.” (*Fundamentals of Corporate Finance*, p. 186)

²⁹ “At maturity the bond’s face value is repaid.” (*Fundamentals of Corporate Finance*, p. 186)

³⁰ *Covered Bonds* ou obrigações hipotecárias, são um derivado financeiro em que as obrigações vendidas por uma instituição financeira, legalmente autorizadas para tal, têm por base um conjunto de ativos (normalmente um pacote de empréstimos individuais, mais precisamente empréstimos hipotecários), que apenas podem ser usados para o pagamento dos juros e reembolso das obrigações. Estas obrigações são reguladas pelo Decreto-Lei nº 59/2006, de 20 de março.

³¹ *Covenants* são definidos por Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra (2020), p. 353, como “cláusulas incluídas nos contratos de financiamento que impõem restrições e exigências (positivas ou negativas)

Para os investidores as obrigações são vantajosas porque oferecem, na sua maioria, uma taxa de juro superior àquela que é oferecida por depósitos bancários; são uma forma de investimento mais segura que a compra de ações, pois, em caso de insolvência, os obrigacionistas são pagos antes dos acionistas³²; permitem uma diversificação do seu portefólio de investimentos; e o retorno em juros é uma forma relativamente mais segura de retornos que dividendos, já que o valor dos juros é de pagamento obrigatório para uma sociedade e o pagamento de dividendos não o é³³.

Do lado das entidades emitentes as obrigações também apresentam vantagens em comparação com outras alternativas de obtenção de financiamento.

Em primeiro lugar a taxa de juro que o emitente terá de pagar é, em comparação com a taxas praticadas pelos bancos nas operações ativas, mais baixa.

Em segundo lugar, o financiamento obrigacionista é certamente mais barato que o financiamento por capitais próprios, que, pela natureza da incerteza assumida pelos subscritores do capital, acaba por envolver maiores compensações.

A desnecessidade de intermediários entre a entidade emitente das obrigações e os investidores permite, igualmente, que a operação possa ter um custo mais reduzido para o emitente das obrigações.

As obrigações também se apresentam como uma forma mais flexível de obter financiamento, permitindo pelas suas características adaptar-se à situação concreta da entidade emissora e ao objetivo para o qual se pretende obter financiamento.

Por último, pode-se olhar para o recurso ao endividamento por obrigações como uma fuga à dependência dos bancos para obtenção de financiamento por dívida. Dados do Banco de Portugal

quanto à atuação do devedor e estabelecem condições que implicam um elevado grau de controlo do credor, por vezes equivalente ao controlo que os acionistas exercem em virtude dos votos associados às respetivas ações.”

³² Os acionistas só são pagos se existir saldo após o pagamento da integralidade dos créditos sobre a insolvência (artigo 184.º, n.º 2, do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas).

³³ Segundo o artigo 294.º, n.º 1, do CSC, podem não ser distribuídos dividendos (mesmo que exista lucro de exercício que seja distribuível) caso tal esteja previsto em “cláusula contratual” ou por “deliberação tomada por maioria de três quartos dos votos correspondentes ao capital social em assembleia geral para o efeito convocada”.

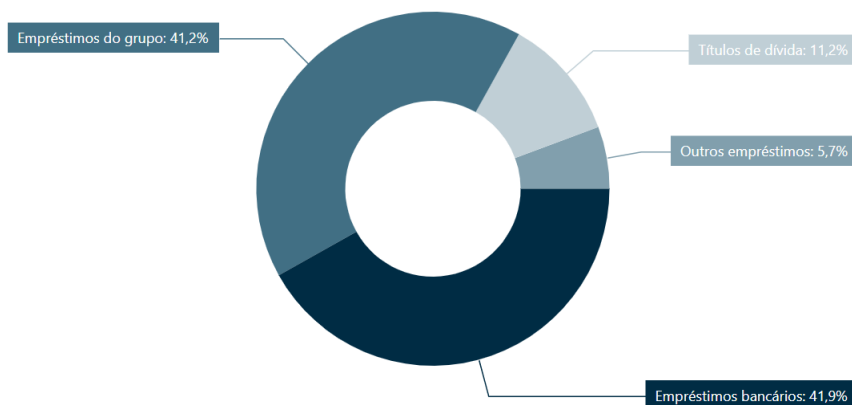
refletem uma tendência de aumento ao recurso a títulos de dívida como método de financiamento, que passaram de 8.16% (dos financiamentos obtidos) em 2016 para 11.21% em 2020.

Em Portugal (e na zona euro em geral) o recurso a financiamento bancário é tradicionalmente a mais proeminente forma de as empresas obterem financiamento³⁴.

As obrigações, apesar de com menor frequência que as ações, são um valor mobiliário que pode ser admitido à negociação em bolsa (mercado regulamentado – “sistemas multilaterais operados e geridos por um operador de mercado, que permitem ou facilitam o encontro de vários interesses confluentes tendo em vista a celebração de contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação.”³⁵). Se esse for o caso ser-lhes-á aplicado o regime do CVM.

³⁴ Tal conclusão foi retirada no estudo *Estrutura de Financiamento das Empresas em Portugal*, elaborado pela sociedade de consultores Augusto Mateus & Associados, no âmbito do protocolo de colaboração estabelecido com o Millennium BCP, em maio de 2017, no qual é explicado que “Um certo tipo de aversão à tomada de risco parece encontrar suporte na marcada preferência pelo recurso ao capital alheio na forma de crédito bancário. Com efeito, vários são os inquéritos realizados no passado recente que revelam que os nossos gestores são, de entre a zona euro, os que manifestam mais à-vontade nas negociações com a banca (81,9% vs 69,9%) e que os que assumem um maior desconforto na negociação com outro tipo de investidores, como empresas de capital de risco (69,5% vs 60,6%).” Em 2020, segundo dados do Banco de Portugal, esta tendência manteve-se com os financiamentos bancários a representarem 41.87% dos financiamentos obtidos, o que se pode verificar no seguinte gráfico (representativo da

Composição dos financiamentos obtidos em 2020):
Composição dos financiamentos obtidos (%)



(Fonte: Banco de Portugal, Quadros do Setor - <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>)

³⁵ *Manual de Corporate Finance*, p. 361

1.5 Valor de uma Obrigação

As obrigações, como anteriormente referido, têm uma data de vencimento em que, no caso das obrigações clássicas (ou *plain vanilla*), é pago o último cupão e é devolvido o valor nominal.

Contudo, não é obrigatório que um obrigacionista mantenha uma obrigação até ao seu vencimento, podendo vendê-la.

No mercado o preço de uma obrigação varia diariamente de acordo com as características da obrigação (como o seu vencimento e a taxa de juro), mas principalmente devido às taxas de juro praticáveis em cada momento.

O valor de uma obrigação é o valor dos cupões somados ao valor presente da *face value*, traduzindo-se matematicamente na igualdade:

$$B^{36} = \text{valor cupões} + PV (\text{valor facial})^{37}$$

O valor dos cupões pode ser calculado através da atualização de cada cupão individual, ou através de uma anuidade nos casos em que o prazo de maturidade é especialmente longo, e o *PV* do valor facial é o resultado da sua atualização, isto é:

$$B = \text{anuidade dos cupões} + \text{atualização do valor facial}$$

1.5.1 Atualização e Capitalização

Não se podem somar valores futuros com valores presentes, pois não estão na mesma unidade (devido ao valor temporal do dinheiro - *time value of money* -, dinheiro hoje vale mais que a mesma quantia no futuro).

Só valores no mesmo período de tempo podem ser comparados ou combinados. Deste modo, para se somar *cash flows* em tempos diferentes eles vão ter de ser todos passados para o

³⁶ *Bond Value*

³⁷ “Therefore, you can use the annuity formula to value the coupon payments and then add on the present value of the final payment of face value” e “If you need to value a bond with many years to run before maturity, it is usually easiest to value the coupon payments as an annuity and then add on the present value of the final payment.”(Fundamentals of Corporate Finance, p. 170).

mesmo momento temporal, utilizando uma taxa de desconto (a taxa de desconto é a taxa de juro usada para calcular os valores de *cash flows* futuros).³⁸

Quando se passa para um tempo futuro realizamos uma capitalização (aplicamos no *cash flow* que recebemos hoje as taxas de remuneração de forma a o colocar na mesma unidade do *cash flow* futuro, estamos a avançar no tempo para a frente):

$$V_n^{39} = CF_t(1 + r)^{t-n}$$

Quando se anda com o *cash flow* para um momento anterior ao que ele ocorre (mover *cash flows* para trás no tempo), faz-se uma atualização:

$$V_n = CF_t \left(\frac{1}{1 + r} \right)^{t-n}$$

1.5.2 Perpetuidades e Anuidades

Uma perpetuidade é uma sequência de *cash flows* em intervalos de tempo regulares infinita⁴⁰.

Uma anuidade, pelo seu lado, é uma sequência de *cash flows* em intervalos de tempo regulares finita.⁴¹

1.5.3 Valor de uma Perpetuidade

Numa perpetuidade o valor de cada pagamento vai corresponder ao produto do valor pela taxa de juro, traduzida pela igualdade:

$$CF = V \times r \tag{1}$$

³⁸ “Interest rate used to compute present values of future cash flows.” (*Fundamentals of Corporate Finance*, p.125).

³⁹ V_n é o valor futuro (*future value*). De acordo com *Fundamentals of Corporate Finance*, p. 121, *future value* é “Amount to which an investment will grow after earning interest.” CF é o *cash flow* no período t . r é a taxa de desconto.

⁴⁰ “Stream of level cash payments that never ends”. (*Fundamentals of Corporate Finance*, p. 136).

⁴¹ “Level stream of cash flows at regular intervals with a finite maturity.” (*Fundamentals of Corporate Finance*, p. 136).

Num exemplo de um investimento em perpetuidade de valor 1.000,00 € em que a taxa de juro anual efetiva seja 10%, o valor de cada pagamento será de 100,00 €.

$$CF = 1.000,00 \times 0,10 \Leftrightarrow CF_t = 100,00$$

Utilizando a igualdade em (1) obtemos a fórmula:

$$V = \frac{CF}{r} \quad (2)$$

Com esta fórmula chegamos ao valor de uma perpetuidade cujos fluxos de pagamento começam no período seguinte. A igualdade acima também exclui a possibilidade de crescimento ou decréscimo ao longo do tempo, a existência de uma taxa g .

Deste modo será mais adequado que a fórmula da perpetuidade seja:

$$V_{t-1} = \frac{CF_t}{r - g} \quad (3)$$

Para calcular o *Present Value* de uma perpetuidade pode ainda ser necessário que o valor resultante da equação em (3) seja atualizado/capitalizado:

$$PV = \frac{CF_t}{r - g} \times (1 + r)^{0-(t-1)} \quad (4)$$

Nesta fórmula aplicada às perpetuidades, está implícita a existência de CF infinitos, que $r > g$ (o g ser superior ao r não é realista, uma empresa que cresce muito durante algum tempo, não vai crescer dessa forma para sempre), e que os CF infinitos são regulares, ou seja que crescem a uma taxa constante (g é constante).

1.5.4 Valor de uma Anuidade

O valor de uma anuidade pode ser calculado pela soma dos valores atualizados dos *cash flows* (fluxos de caixa), sendo, porém, mais comum recorrer-se à fórmula:

$$V_{t-1} = \frac{CF_t}{r - g} \times \left[1 - \frac{(1 + g)^N}{(1 + r)^N} \right] \quad (5)$$

Em que: g é a taxa de crescimento, o CF_t é o *cash flow* no momento t , N é o número de *cash flows* na anuidade ($N = Last - First + 1$), e r é a taxa de desconto.

Da fórmula resulta que quanto maior for a taxa de desconto (r) menor será o valor da anuidade.

Mais uma vez, esta fórmula calcula o Valor em $t-1$ podendo ser necessário atualizar ou capitalizar o resultado para se obter o PV .

Esta fórmula é uma consequência da fórmula de perpetuidade, correspondendo na realidade à diferença entre duas perpetuidades com o mesmo investimento e a mesma taxa iniciadas em t em $N+1$.

Então vejamos:

Como se chegou à conclusão em (4) o valor presente de uma perpetuidade com pagamentos iniciados em t é:

$$PV = \frac{CF_t}{r - g} \times (1 + r)^{0-(t-1)}$$

Se existir uma perpetuidade em $t = 1$ e outra em $t = 5$, ambas com $g = 0$, os seus PV serão:

$$PV = \frac{CF_1}{r} \quad e \quad PV = \frac{CF_5}{r} \times (1 + r)^{(-4)}$$

Se $CF_1 = CF_5$, a diferença entre as duas perpetuidades será:

$$PV = \frac{CF}{r} - \frac{CF}{r} \times (1 + r)^{(-4)} \Leftrightarrow PV = \frac{CF}{r} \times [1 - (1 + r)^{-4}]$$

Esta diferença é então o PV de uma anuidade com $g = 0$, com pagamentos iniciados em $t = 1$ e prazo de 4 anos.

1.5.5 Valor de uma Obrigação

Tendo em conta o exposto supra, o valor de uma obrigação será:

$$B = \frac{C}{r} \times \left[1 - \frac{1}{(1+r)^N} \right] + Face\ Value \times (1+r)^{0-(t-1)}$$

Em que C é o valor do cupão, r é a YTM ⁴², e N é o número de períodos até ao vencimento da obrigação.

2. História das Obrigações em Portugal e a Evolução do seu Regime Legal

Os títulos de crédito, cuja origem remonta à Idade Média⁴³, compreendem para muitos os títulos ligados ao capital das sociedades (como as ações de uma sociedade anónima, e obrigações), que tinham representação documental, e funcionavam como forma de transmitir uma posição perante a sociedade emitente do título a um terceiro.

A figura dos valores mobiliários, por seu lado, em Portugal, tem a sua origem associada à Bolsa de Lisboa (com origens remotas), em que inicialmente se negociava todo o tipo de mercadorias não sendo por isso uma bolsa de valores. Só em 1901, com a publicação do Decreto de 10 de outubro⁴⁴, foi criada verdadeiramente a realidade da bolsa de valores, e surgiu o Direito da Bolsa (“o direito relativo à organização do mercado de bolsa, suas operações e aos corretores intervenientes nos mercados”⁴⁵).

Com a entrada de Portugal na CEE, passou-se a falar em Direito dos Valores Mobiliários, e hoje em dia o Direito da Bolsa perdeu autonomia para o Direito dos Valores Mobiliários.

⁴² A *yield to maturity* é definida em *Fundamentals of Corporate Finance*, p. 175, como a taxa de desconto que torna o valor atual dos pagamentos da obrigação igual ao seu preço. (“*The yield to maturity is defined as the discount rate that makes the present value of the bond’s payments equal to its price.*”)

⁴³ Os contratos de câmbio – letra de câmbio (um título de crédito definido por Paulo Olavo Cunha, *Direito Comercial e do Mercado*, p 424, como “um título de crédito à ordem, que incorpora um direito de crédito pecuniário – um valor patrimonial –, que se consubstancia na ordem que um sujeito (o sacador) dá a outro (o sacado), para que este pague à sua ordem, a um terceiro (o tomador) ou à ordem de quem este indicar, uma determinada quantia no vencimento convencionado.”), surgiu na Idade Média como forma de afastar os riscos inerentes às formas de pagamento tradicionais – como assaltos (“A opinião mais geralmente admitida é a que coloca as origens da letra na Idade Média, período em que teria surgido como instrumento do contrato de câmbio trajectício, ou de troca de moeda de uma praça por moeda de praça diferente.”, José Gabriel Pinto Coelho, *Direito Comercial, Vol 2, As Letras*, Lisboa (1955), p.7-8).

⁴⁴ O Artigo 1.º deste Decreto estabelecia que “São aprovados o Regimento do officio de corretor e o Regulamento do serviço de operações das Bolsas de fundos publicos e particulares e outros papeis de crédito, que fazem parte d’este decreto e baixam assignados pelos Ministros e Secretarios de Estado dos Negocios do Reino, dos Ecclesiasticos e de Justiça, da Fazenda e das Obras Publicas, Commercio e Industria.”

⁴⁵ Amadeu José Ferreira, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa (1997), p. 79

Quanto às obrigações em específico, a regulação da sua emissão em Portugal iniciou-se no século XIX (apesar de, como nota Florbela Pires em *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, na página 1159, existirem emissões anteriores à regulação⁴⁶) com a sua inclusão na secção VIII (artigos 38.º e 39.º) da Lei das Sociedades Anónimas de 1867, passando a ser regulada no CCom de 1888 na Secção VII (artigos 195.º a 198.º⁴⁷).

Em ambas as regulações foram incluídas regras que limitavam o montante da emissão ao montante do seu capital social⁴⁸, obrigavam à uniformização das obrigações emitidas⁴⁹, e obrigavam à publicação de balancetes⁵⁰.

O CCom de 1888, além de desenvolver as referidas regras, que já provinham da referida legislação anterior, acrescentou novos aspetos ao regime como: a introdução da regra resultante do artigo 197.º, segundo a qual a emissão de obrigações depende de deliberação da assembleia geral⁵¹; a proibição de nova emissão antes de “subscrita e realizada a anterior”, constante do n.º 2.º, do artigo 198.º⁵²; e o parágrafo único do artigo 198.º que estabelece os termos de aquisição de obrigações próprias⁵³.

Seguiu-se uma fase de grande intervencionismo “através das restrições e da fiscalização das emissões, e pela regulamentação da organização dos obrigacionistas”⁵⁴, e a sujeição à

⁴⁶ “As primeiras obrigações, em Portugal, representaram dívida pública. Todavia, o primeiro regime jurídico relativo à emissão de obrigações constou de Secção VIII da Lei sobre as SA, de 22-jun.-1867.”

⁴⁷ Artigos revogados pela alínea a) do n.º 1 do artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro (aprovou o CSC).

⁴⁸ Na Lei de 1867 a condição 2.º do artigo 38.º, “Representando a emissão uma somma nominal, que nunca exceda o capital social effectivamente pago”, e no artigo 196.º do CCom de 1888, “As sociedades anonymas podem emitir obrigações, nominativas ou ao portador, até á importância do capital já realizado e existente nos termos do ultimo balanço aprovado.”

⁴⁹ Na Lei de 1867 a condição 3.º do artigo 38.º, “Sendo todos os títulos do mesmo typo, e não se concedendo a nenhum vantagens especiaes”, e no n.º 1.º, do artigo 198.º do CCom de 1888, “O typo das obrigações deve ser identico em cada emissão, podendo porém diferir de uma para outra quanto a juro e praso de amortização.”

⁵⁰ Na Lei de 1867 no artigo 39.º, “As sociedades anonymas, que pelos seus estatutos sejam auctorizadas a emitir obrigações ao portador, publicarão mensalmente no diário official os balancetes, contendo o resumo do seu ativo e passivo”, e no artigo 195.º, do Código de Veiga Beirão, “As sociedades anonymas que emitirem obrigações publicarão nos primeiros quinze dias de cada mez um balancete referido ao ultimo dia do mez anterior.”

⁵¹ Nos termos do artigo 197.º do CCom de 1888, “Á emissão de obrigações, embora prevenida o título constitutivo, só se poderá realizar com voto afirmativo da assembleia geral.”

⁵² Segundo o artigo 198.º, n.º 2, do CCom de 1888, “Não póde fazer-se emissão nova antes de subscrita e realisada a anterior, nem com prémio tirado á sorte.”

⁵³ “A aquisição de obrigações próprias e as operações sobre ellas só poderão ser feitas pela sociedade que as emitiu, nos termos prescriptos no artigo 169.º §2.º, ou para o fim de conversões ou amortisações.” O §2 do artigo 169.º applica-se à aquisição e operações sobre ações próprias, limitando-as aos “termos estipulados no contrato social, sendo no silencio d’este absolutamente prohibidas.”

⁵⁴ *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, p. 1159

aprovação do governo das emissões de obrigações efetuadas quer por bancos quer por sociedades anónimas, o que resulta do artigo 18.º do Decreto de 12 de julho de 1894⁵⁵.

O Decreto com força de Lei de 12 de julho de 1894 pouco foi alterado pela Lei de 3 de abril de 1896, regulamentada pelo Decreto de 27 de agosto de 1896, mantendo-se por isso a necessidade de autorização do governo para a emissão de obrigações de sociedades anónimas e cooperativas.

A grande alteração foi a introdução no 2.º (do que era o artigo 18.º em 1894 e passou a ser o artigo 19.º em 1896) da exceção dos casos em que a emissão seja feita “para substituir outra já realizada, ou quando a importância de metade da emissão estiver garantida com valores imobiliários, pertencentes á sociedade ou companhia emissora.”

Este artigo pela sua aplicação atuou como um regime complementar ao CCom sobrevivendo à revogação das disposições bancárias pelo artigo 81.º, do Decreto n.º 10:634 de 20 de março de 1925 (“Regula o exercício de operações do comércio bancário”)

O Projeto do Código das Sociedades de 1983 tratava das obrigações no seu Capítulo II do Título IV, que correspondia aos artigos 331.º a 355.º. O CSC manteve o espírito do projeto com algumas alterações como por exemplo: a epígrafe do artigo 331.º do Projeto, 348.º no CSC, que passou de “Licitude da emissão” para “Emissão de obrigações”; a eliminação do antigo n.º 2, do artigo 333.º⁵⁶; a remoção da necessidade de escritura pública do artigo 334.º⁵⁷; ou a eliminação do n.º 3 do artigo 349.º⁵⁸.

⁵⁵ “A criação e emissão de obrigações dos bancos ou de quaesquer sociedades anonymas, ficarão sujeitas á aprovação do governo, que a não concederá sem que a sociedade requerente mostre ...”

O Decreto com força de Lei de 12 de julho de 1894 surgiu no contexto de uma modificação profunda do sistema bancário português como resposta à crise bancária de 1891 cujo principal fator, segundo Nuno Valério, *História do Sistema Bancário Português*, Volume I, Lisboa (2006), p. 145, foi “a situação do Brasil, a braços com as sequelas da abolição da escravatura (1888) e da proclamação da República (1889).” - impondo uma regulamentação mais estrita dos bancos.

⁵⁶ , *Código das Sociedades (Projeto)*, Boletim do Ministério da Justiça, Lisboa (1983), p. 201, artigo 333.º, n.º 2, “A deliberação deve ser tomada pela maioria exigida para a alteração do contrato de sociedade.”

⁵⁷ *Código das Sociedades (Projeto)*, p. 201, artigo 334.º, n.º 1, “Sempre que as obrigações emitidas sejam acompanhadas de garantia real sobre imóvel ou seja feito apelo a subscrição pública, a emissão deve ser consignada com escritura pública”.

⁵⁸ *Código das Sociedades (Projeto)*, p. 211, artigo 349.º, n.º 3, “Do registo da emissão destas obrigações devem constar, além dos requisitos normais, a indicação do direito de conversão conferido aos seus titulares e as condições em que esta conversão poderá ser realizada.”

2.1 O Regime Vigente das Obrigações

Atualmente as obrigações encontram-se reguladas, sobretudo, pelo CSC e pelo CVM (as obrigações são consideradas um valor mobiliário pelo artigo 1.º, n.º 1, al a), do CVM) – sem prejuízo de, como vimos anteriormente, vários outros diplomas também se referirem à figura.

Ainda é importante referir, pela importância económica que as obrigações têm, que existem regras especiais relativas à sua tributação em IRS e IRC (uma forma de intervencionismo governamental no sentido de fomentar o setor das obrigações), originalmente introduzido pelo Decreto-Lei n.º 193/2005, de 7 de novembro, que aprovou o “Regime Especial de Tributação dos Rendimentos de Valores Mobiliários Representativos de Dívida”.

A Lei n.º 83/2013, de 9 de dezembro procedeu “à terceira alteração ao Decreto-Lei n.º 193/2005, de 7 de novembro (Regime Especial de Tributação dos Rendimentos de Valores Mobiliários Representativos de Dívida).”

De acordo com o artigo 3.º, n.º 1, do referido Regime, é aplicável a “valores mobiliários representativos de dívida pública e não pública, incluindo os valores mobiliários de natureza monetária, designadamente bilhetes do Tesouro e papel comercial, as obrigações convertíveis em ações e outros valores mobiliários convertíveis, independentemente da moeda em que essa dívida seja emitida, integrados em sistema centralizado gerido por entidade residente em território português ou por entidade gestora de sistema de liquidação internacional estabelecida em outro Estado membro da União Europeia ou, ainda, de Estado membro do Espaço Económico Europeu desde que, neste último caso, este esteja vinculado a cooperação administrativa no domínio da fiscalidade equivalente à estabelecida no âmbito da União Europeia”, e os rendimentos obtidos por estes valores mobiliários são isentos⁵⁹.

⁵⁹ “São isentos de IRS ou IRC os rendimentos considerados obtidos em território português, nos termos dos Códigos do IRS e do IRC, dos valores mobiliários referidos no artigo anterior” – artigo 4.º, n.º 1, do Regime Especial de Tributação dos Rendimentos de Valores Mobiliários Representativos de Dívida. E esta isenção é aplicável aos beneficiários efetivos que “sejam: a) Bancos centrais e agências de natureza governamental; b) Organizações internacionais reconhecidas pelo Estado português; c) Entidades residentes em país ou jurisdição com o qual esteja em vigor convenção para evitar a dupla tributação internacional, ou acordo que preveja a troca de informações em matéria fiscal; d) Outras entidades que, em território português, não tenham residência, sede, direção efetiva nem estabelecimento estável ao qual os rendimentos possam ser imputáveis, e que não sejam residentes em país, território ou região com um regime de tributação claramente mais favorável, constante de lista aprovada, por portaria, pelo

O CSC verte sobre o conteúdo das obrigações enquanto no CVM o que está em causa é o regime da sua transmissão.

Um primeiro artigo do CSC que é importante referir é o artigo 272.º, que estabelece o que é conteúdo obrigatório do contrato de sociedade, estando a emissão de obrigações presente na alínea f)⁶⁰.

Quanto ao regime das obrigações em específico, em sociedades anónimas, este encontra-se no CSC localizado no Capítulo IV do Título IV, que corresponde aos artigos 348.º a 372.º-B, e que está dividido em duas secções: Obrigações em geral e Modalidades de obrigações.

2.1.1 Emissão de Obrigações

A secção I estabelece os requisitos necessários à emissão de obrigações, como requisitos relativos à própria sociedade emitente das obrigações e limites quantitativos. Um dos requisitos relativos à sociedade que deve ser verificado é a sociedade ter de ter uma certa antiguidade⁶¹, admitindo a lei exceções nos casos em que tal exigência não faz sentido⁶², como é o caso das fusões, e a possibilidade de este requisito ser dispensado por Portaria dos Ministros das Finanças e da Justiça (artigo 348.º, n.º 3, do CSC), como é o caso objeto da Portaria n.º 974/90, de 11 de outubro.

O n.º 4 deste mesmo artigo exige a realização do capital da sociedade (ou mora dos acionistas) como condição para a emissão de obrigações (“As obrigações não podem ser emitidas antes de o capital estar inteiramente liberado ou de, pelo menos, estarem colocados em mora todos os accionistas que não hajam liberado oportunamente as suas acções”).

O artigo 350.º, n.º 2, do CSC, impõe a subscrição e a realização da emissão anterior para que se possa proceder a uma nova emissão (“Não pode ser tomada deliberação de emissão de

membro do Governo responsável pela área das finanças.” (artigo 5.º, n.º 1, do Regime Especial de Tributação dos Rendimentos de Valores Mobiliários Representativos de Dívida).

⁶⁰ “A emissão de obrigações deve ser autorizada pelo contrato da sociedade (alínea f), do artigo 272.º). Constitui matéria de conteúdo obrigatório do contrato.” Mário Leite Santos, “Obrigações Convertíveis Alguns Aspectos do seu Regime Jurídico”, in *Revista da Banca*, n.º 19, julho/setembro 199, p.104

⁶¹ Nos termos do n.º 2, do artigo 348.º, do CSC, “Só podem emitir obrigações as sociedades cujo contrato esteja definitivamente registado há mais de um ano, salvo se”.

⁶² As exceções à regra geral do anteriormente mencionado n.º 2 são estabelecidas nas suas alíneas.

obrigações enquanto não estiver subscrita e realizada uma emissão anterior”), uma condição também presente no CVM, no artigo 169.º (“O lançamento pela mesma entidade de nova oferta de subscrição de valores mobiliários do mesmo tipo dos que foram objeto de oferta anterior ou o lançamento de nova série depende do pagamento prévio da totalidade do preço de subscrição ou da colocação em mora dos subscritores remissos e do cumprimento das formalidades associadas à emissão ou à série anteriores.”).

O artigo 349.º, do CSC, nos seus n.ºs 1 e 2 determina um limite quantitativo à contratação de dívida na modalidade de emissão de obrigações. Os rácios impostos são verificados “através de parecer do conselho fiscal, do fiscal único, ou revisor oficial de contas” (artigo 349.º, n.º 3, do CSC), e aplicam-se às sociedades que não recaiam nas exceções do n.º 4.

Levantam-se dúvidas quanto a uma interpretação sempre literal da exceção acolhida na alínea d), do n.º 4, do artigo 349.º, do CSC, já que, “efetivamente o valor nominal de uma obrigação poderá não corresponder ao montante investido”, podendo as obrigações ser emitidas a desconto, como é o caso das obrigações com cupão-zero, em que o investidor pode fazer um investimento inicial menor que o valor nominal efetivo. “Neste caso, parece difícil poder sustentar-se, sem mais, que se cumpre o racional desta exceção da alínea d), ainda que a sua letra esteja cumprida.”⁶³

A emissão de obrigações está dependente de uma deliberação dos sócios, em assembleia geral, por maioria simples - algo ligado em parte à interação muito específica com a sociedade que é criada através de uma emissão de obrigações, e que não sucede, por exemplo, quando se contrai uma dívida bancária (de acordo com o regime do CSC um credor bancário não pode interferir numa sociedade, a não ser que algo seja acordado nesse sentido, e que acontece com os credores obrigacionistas) – ou por deliberação do conselho de administração⁶⁴, ou por deliberação dos sócios de acordo com os requisitos para casos especiais do artigo 363.º, n.º 1, do CSC, como é o caso das obrigações participantes⁶⁵.

⁶³ Orlando Vogler Guiné, “Algumas Novidades nas Emissões de Obrigações pelas Sociedades: *da Law in the Books à Law in Action*”, *in IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra (2016), p. 401

⁶⁴ De acordo com o artigo 350.º, n.º 1, do CSC, “A emissão de obrigações deve ser deliberada pelos accionistas, salvo se o contrato de sociedade autorizar que ela seja deliberada pelo conselho de administração.

⁶⁵ Obrigações participantes são obrigações em que o obrigacionista tem a sua remuneração anexada ao lucro da sociedade emitente (No artigo 360.º, n.º 1, al. b), do CSC: “Apresentem juro e plano de reembolso, dependentes e variáveis em função dos lucros;”). O regime especial neste caso destina-se a tutelar de forma especial os sócios enquanto titulares do direito aos lucros.

As emissões de obrigações têm de ser registadas, quer sejam ofertas particulares⁶⁶ (como consta do artigo 351.º, n.º 1, do CSC e artigo do 3.º, n.º 1, al. 1), do Código do Registo Comercial⁶⁷) ou ofertas públicas⁶⁸ (mais precisamente ofertas públicas de distribuição), que estão sujeitos a registo pelos artigos 114.º e 134.º, do CVM (segundo o artigo 134.º, “A realização de qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários deve ser precedida de divulgação de um prospeto”, que devem ser aprovados pela CMVM, o que envolve um registo prévio).

As ofertas particulares estão ainda sujeitas a comunicação à CMVM, o que resulta do artigo 110.º, n.º 2, do CVM (“As ofertas particulares dirigidas por sociedades abertas e por sociedades emittentes de valores mobiliários negociados em mercado ficam sujeitas a comunicação subsequente à CMVM para efeitos estatísticos.”).

A falta de registo, como resulta do artigo 351.º, n.º 2, do CSC, implica que os títulos não sejam emitidos (mas não os torna inválidos), e os administradores ficam sujeitos a responsabilidade (“Quando sujeita a registo obrigatório, enquanto a emissão ou a série não estiver definitivamente registada, não podem ser emitidos os respectivos títulos; a falta de registo não torna os títulos inválidos, mas sujeita os administradores a responsabilidade”).

2.1.2 Assembleia de Obrigacionistas

A secção I também estabelece regras relacionadas com a assembleia de obrigacionistas. A assembleia de obrigacionistas (artigo 355.º e seguintes, do CSC) é uma especificidade quanto ao modo de organização dos credores obrigacionistas. Os obrigacionistas deixam de ser tratados individualmente e passam a ser tratados em conjunto (como uma única pessoa), através da

⁶⁶ Uma oferta é particular se for dirigida apenas a investidores profissionais ou se a sociedade for fechada e a proposta for dirigida aos seus acionistas (artigo 110.º, do CVM).

⁶⁷ O artigo 351.º, n.º 1, do CSC, estabelece que “Estão sujeitas a registo comercial a emissão de obrigações e a emissão de cada uma das suas séries, quando realizadas através de oferta particular, excepto se tiver ocorrido dentro do prazo para requerer o registo a admissão das mesmas à negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários.”. Por seu lado o artigo 3.º, n.º 1, al. 1), do Código do Registo Comercial, estatui que “A emissão de obrigações, quando realizada através de oferta particular, excepto se tiver ocorrido, dentro do prazo para requerer o registo, a admissão das mesmas à negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários”.

⁶⁸ As ofertas públicas são as que são dirigidas a investidores indeterminados (artigo 109.º, n.º 1, do CVM, “Considera-se pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados.”) e aquelas que são incluídas por força do n.º 3, do artigo 109.º, do CVM.

assembleia de obrigacionistas, permitindo-lhes interferir no funcionamento da sociedade. Esta assembleia permite a tutela dos interesses dos obrigacionistas a título individual.

Esta assembleia tem competências próprias que são estabelecidas no n.º 4, do artigo 355.º, do CSC, segundo o qual “A assembleia dos obrigacionistas delibera sobre todos os assuntos que por lei lhe são atribuídos ou que sejam de interesse comum dos obrigacionistas”, constituído as suas alíneas uma lista não taxativa de assuntos que podem ser deliberados⁶⁹.

O n.º 9, do artigo 355.º, do CSC, limita os poderes da assembleia, vedando a possibilidade de aumentar os encargos dos obrigacionistas, “salvo se o mesmo for unanimemente aprovado pelos obrigacionistas titulares das obrigações em questão”, ou de adotar medidas que impliquem um tratamento desigual entre obrigacionistas.

“Para cada emissão de obrigações haverá um representante comum dos respectivos titulares” (artigo 357.º, n.º 1, do CSC), e será através deste representante da assembleia que são realizadas as negociações entre os obrigacionistas e a sociedade, garantido a tutela dos direitos dos obrigacionistas a título coletivo. Este representante é nomeado por deliberação dos obrigacionistas (artigo 358.º, n.º 1, do CSC), ou encontra-se designado nas condições de emissão (artigo 358.º, n.º 2, do CSC), se tal não se verificar o tribunal pode nomear um representante até que os obrigacionistas façam a designação”, a pedido de qualquer obrigacionista (artigo 358.º, n.º 3, do CSC).

3. Modalidades de Obrigações

Quando uma sociedade decide avançar com uma operação de pedir dinheiro emprestado ou de regularizar dívida, uma operação que pode ser pulverizada por um número alargado de investidores, é necessário ter em consideração qual o tipo de obrigações/empréstimo obrigacionista que se quer lançar.

⁶⁹ “nomeadamente sobre: a) Nomeação, remuneração e destituição do representante comum dos obrigacionistas; b) Modificação das condições dos créditos dos obrigacionistas; c) Propostas de planos de recuperação de empresas ou de insolvência; d) Reclamação de créditos dos obrigacionistas em acções executivas, salvo o caso de urgência; e) Constituição de um fundo para as despesas necessárias à tutela dos interesses comuns e sobre a prestação das respectivas contas; f) Autorização do representante comum para a proposição de acções judiciais.” (artigo 355.º, n.º 4, do CSC)

As modalidades das obrigações encontram-se reguladas no artigo 360.º do CSC, cujo elenco é meramente exemplificativo, existindo, portanto, uma atipicidade quanto às modalidades de obrigações legalmente admissíveis. Aqui domina o princípio da autonomia privada, pois não existindo limites legais, tutela da parte mais fraca, ou princípios estaduais, é sempre de admitir a autonomia privada.

Dentro das chamadas obrigações *plain vanilla*, como previamente referido, são admitidas obrigações com taxa de juro fixo ou variável, que normalmente resulta de um *spread* acima de uma taxa de referência, e estas podem ser emitidas ao par, com desconto ou com prémio.

Outra modalidade são as obrigações de cupão zero, que são obrigações que ao longo da duração do empréstimo não dão lugar ao pagamento de juros nem à amortização, sendo adquiridas em regra por um preço inferior àquele que é o seu valor nominal.

As obrigações de cupão zero apresentam-se como uma opção interessante nos casos em que existem operações em que o fluxo do *cash flow* da empresa tem tendência em aumentar muito rapidamente a médio-longo prazo. Esta modalidade não está disponível para qualquer empresa, o emitente terá de ter um nível de risco baixo.

Existem também obrigações perpétuas que não são amortizáveis. Estas são relevantes em operações de financiamento de infraestruturas em que não há muitas alternativas de investimento. Para os investidores é um investimento atrativo, dado que o que está em causa é um rendimento garantido até ao fim da vida. São instrumentos híbridos, coexistindo um misto de dívida e capital próprio neste tipo de instrumento.

É também possível pegar num conjunto de ativos de uma empresa e emitir obrigações no mercado com base nesses ativos, ou seja, emitir crédito com base numa carteira (*Asset back securities*). Estas obrigações são estruturadas com níveis de risco distintos, e carteiras com alto risco dão obrigações com uma perspetiva de retorno muito superior.

Uma outra modalidade de obrigações são as obrigações de caixa. De acordo com o artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 408/91, de 17 de outubro, “As obrigações de caixa são valores mobiliários que incorporam a obrigação de a entidade emitente pagar ao seu titular uma certa importância, em prazo não inferior a dois anos, e os correspondentes juros.”

Merece uma referência o papel comercial (artigo 1.º, n.º 2, do DL n.º 69/2004, de 25 de Março, “ São papel comercial os valores mobiliários representativos de dívida emitidos por prazo igual ou inferior a 397 dias”), cujo regime jurídico foi inicialmente “fixado no Decreto-Lei n.º 181/92, de 22 de Agosto, tendo sido ulteriormente alterado pelos Decretos-Leis n.ºs 231/94, de 14 de Setembro, 343/98, de 6 de Novembro, e 26/2000, de 3 de Março”, e regulado atualmente pelo DL n.º 69/2004, de 25 de Março.

Existem ainda obrigações com *warrants*⁷⁰, obrigações com direito de subscrição de ações, que atribuem ao obrigacionista a possibilidade de participar no capital social do emitente.

Estas obrigações foram acolhidas no CSC nos artigos 372.º-A e seguintes, sendo definidas no artigo 372.º-B como obrigações que “conferem o direito à subscrição de uma ou várias acções a emitir pela sociedade em prazo determinado e pelo preço e demais condições previstos no momento da emissão.”

As obrigações com *warrants* diferenciam-se das obrigações convertíveis pois a obrigação não desaparece com o exercício do direito por parte do investidor, este é obrigacionista e acionista simultaneamente. As suas semelhanças são, contudo, suficientes para que o legislador tenha optado por regular as obrigações com *warrant* por remissão para o regime das convertíveis (“Sem prejuízo do disposto nos números anteriores, às obrigações de que trata o presente artigo são aplicáveis, com as necessárias adaptações, os artigos 366.º, 367.º, 368.º, 369.º, n.º 2, 370.º, 371.º e 372.º”, artigo 372.º-B, n.º 5, do CSC).

4. As Obrigações Convertíveis

As obrigações convertíveis são um valor mobiliário que confere ao seu titular dois direitos principais: o direito a receber juros e direito ao reembolso, e o direito de proceder à conversão em outro valor mobiliário (que pode ser ações – o valor mobiliário mais comumente utilizado – mas não está limitado a tal).

⁷⁰ Um *warrant* autónomo é um valor mobiliário que incorpora um direito de opção (aquisição, subscrição ou venda) sobre um ativo.

São um valor mobiliário híbrido que combina as características de uma obrigação, na parcela em que conferem o direito a juros e o direito ao possível reembolso, com as características do valor mobiliário em que se podem converter.

As obrigações convertíveis em outros valores mobiliários são tratadas no CSC primeiramente na alínea c) do artigo 360.º, e nos artigos 365.º a 372.º.

De acordo com o artigo 365.º, do CSC, as obrigações convertíveis podem ser emitidas por sociedades anónimas.

O órgão competente para a deliberação de emissão desta modalidade de obrigações é a Assembleia Geral (por maioria estabelecida nos estatutos, que não pode ser inferior àquela que é exigida para um aumento de capital por novas entradas), ou o órgão de administração nos casos previstos no n.º 6, do artigo 366.º (casos em que o órgão de administração está autorizado a deliberar emissões de obrigações e aumentos de capital pelo contrato de sociedade), aplicando-se por remissão o disposto no n.º 3 do artigo 456.º, do CSC.

O artigo 366.º, nos seus n.ºs 1 e 3, apenas se aplica à emissão de obrigações convertíveis em ações representativas do capital do emitente, aplicando-se os n.ºs 2 e 4 também à emissão de obrigações convertíveis em valores mobiliários diferentes de ações, por remissão do n.º 5 (que além da remissão diminui a exigência de maioria em casos que a emissão não conduza “imediate ou mediatamente, ao aumento do capital social e ou se o contrato de sociedade não estabelecer quórum mais exigente”). No caso das obrigações convertíveis em ações de detidas pelo emitente, serão aplicadas as regras gerais de emissão de obrigações.

O artigo 366.º, n.º 2, do CSC, enumera um conjunto de indicações que devem constar da proposta de deliberação.

A alínea a) deste preceito legal impõe uma necessidade de justificação especial para a escolha de financiamento, e para a necessidade ou conveniência da atribuição do direito de conversão.

Resulta da mesma alínea que deve constar da proposta o valor global da emissão (o que deve ser interpretado como estabelecer-se uma margem e não um valor fixo, já que o valor concreto

apenas se poderá determinar mais perto da data de emissão, para se poder avaliar a procura e as condições de mercado), o valor nominal da obrigação (que deve ser interpretado no mesmo sentido do valor global da emissão⁷¹), o preço de emissão e reembolso “ou o modo de o determinar” (artigo 366.º, n.º 2, al a), do CSC), a taxa de juro, “e o plano de amortização do empréstimo”.

A alínea b) exige a indicação das bases e dos termos da conversão, o ponto fulcral das obrigações convertíveis. Bases deve-se entender “como os critérios a partir dos quais se calcula o valor das ações e das obrigações convertíveis, enquanto elementos essenciais do estabelecimento da relação de conversão (ou troca)”.⁷²

As sociedades podem optar pela adoção de um critério de conversão fixo (um critério de natureza matemática em que é determinado no momento da emissão a quantos valores mobiliários corresponde cada obrigação) ou de um critério de conversão variável (o número de valores mobiliários que se recebe vai depender de condições futuras, como a cotação de ações).

A alínea c) aplica-se especificamente às obrigações convertíveis em ações do emitente, e impõe que, caso se pretenda limitar ou mesmo suprimir os direitos de preferência garantidos pelo artigo 370.º, n.º 1, do CSC, tal tem de ser deliberado em Assembleia Geral.

Na alínea d) encontra-se uma exigência de “identificação dos subscritores e o número de obrigações a subscrever por cada um” (com exceção dos casos em que a sociedade recorre a subscrição pública), o que se justifica pela necessidade de informar os atuais acionistas da identidade dos potenciais futuros acionistas. Esta alínea não deve ser interpretada demasiado literalmente, bastando que sejam apresentados os segmentos de investidores relevantes, sem necessidade de identificação de investidores concretos.

⁷¹ Orlando Vogler Guiné, no seu comentário ao artigo 366.º, no vol. V do *Código das Sociedades em Comentário*, p. 1068, defende que se deve entender “como admissível a deliberação prever uma margem de valores nominais ou prever um conjunto de valores nominais alternativos, devendo o valor nominal concreto ser determinado mais perto da data de emissão”.

⁷² Fátima Gomes, *Obrigações Convertíveis em Ações*, Lisboa (1999), p. 95.

4.1 Obrigações Convertíveis em Ações

As obrigações convertíveis em ações são obrigações emitidas por sociedades anónimas ou em comandita por ações, que conferem ao obrigacionista a faculdade de as converter em ações⁷³. Nestas obrigações o seu titular ou recebe o reembolso, ou esta é convertida em ações.

As obrigações convertíveis em ações foram consagradas legalmente pela primeira vez em Portugal no Decreto-Lei n.º 397/71, de 22 de setembro. No Projeto do Código das Sociedades esta modalidade de obrigações estava prevista no artigo 343.º, n.º 1, al. c)⁷⁴, com o seu regime constante dos artigos 348.º a 355.º.

Não existe unanimidade na doutrina quanto à definição da figura das obrigações convertíveis em ações. Devido à sua natureza híbrida (move-se “entre as categorias legais e dogmáticas de ações e de obrigações”⁷⁵) são vistas por muitos como algo intermédio entre obrigações e ações do ponto de vista económico, especialmente por poderem ser usadas como forma de obter um aumento de capital social.

São obrigações que ao lado das características normais de uma obrigação (receber juros e reembolso na data de vencimento), apresentam os termos de conversão: o rácio de conversão⁷⁶ (número de ações ordinárias do emitente pelas quais cada obrigação pode ser trocada) e o preço de conversão (o *strike price* da obrigação).

A deliberação de emissão de obrigações convertidas em ações representativas do capital do emitente é feita de acordo com uma proposta que contenha as indicações presentes no artigo 366.º,

⁷³ Fátima Gomes em *Obrigações Convertíveis em Acções*, Lisboa (1999), p. 15, define obrigações convertíveis, definindo na realidade a figura mais particular das obrigações convertíveis em ações, como “direitos de crédito dos titulares sobre a sociedade emitente, em regra, de montante equivalente ao valor da subscrição, que lhes conferem, para além do direito ao recebimento de juros periódicos, a faculdade de optarem, em certas condições e num determinado prazo, entre o reembolso, total ou parcial, do capital investido na subscrição das obrigações e a aquisição da qualidade de acionistas da sociedade emitente”. No mesmo sentido, no *Manual de Corporate Finance*, p. 362, obrigações convertíveis são definidas como “valores mobiliários representativos de direitos de crédito sobre a sociedade emitente, que conferem aos seus titulares, para além do direito ao recebimento de juros periódicos, a faculdade de optarem, em certas condições e em determinado prazo, entre o reembolso, total ou parcial, do capital investido e a aquisição da qualidade de acionistas da sociedade emitente (faculdade de conversão). A opção pode ser do investidor (*convertibles*) ou do emitente (*reverse convertibles*).”

⁷⁴ *Código das Sociedades (Projeto)*, p. 207

⁷⁵ Orlando Vogler Guiné, “O Financiamento das Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as Acções e as Obrigações)” in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra (2011), p. 76

⁷⁶ John Hull, *Options, futures, and other derivatives*, Toronto (2015), p. 633

n.º 2, do CSC (previamente analisadas), o regime de atribuição de dividendos (artigo 369.º, n.º 2, do CSC), o montante máximo do aumento de capital, e os direitos especiais dos obrigacionistas em caso de fusão ou cisão (artigo 101.º-C, n.º 4, do CSC, e artigo 120.º do CC).

Em simultâneo deve-se proceder à deliberação de aumento de capital⁷⁷ (artigo 366.º, n.º 3, do CSC - estas obrigações implicam um aumento de capital necessário para a satisfação do direito de conversão dos obrigacionistas, sendo por isso irrevogável). É igualmente possível ao emitente satisfazer os direitos de conversão de forma total ou parcial, através de ações próprias, nos termos do artigo 371.º, n.º 2, do CSC, podendo ser desnecessário o aumento de capital.

As obrigações convertíveis podem sê-lo *ab initio*, encontrando-se a atribuição da faculdade de conversão prevista no regulamento de emissão, ou por deliberação, posterior ao momento da emissão das obrigações que, altera as condições de emissão.

O obrigacionista pode exercer a sua opção de uma vez em data fixa, em determinado período de tempo, em vários intervalos de tempo ou a todo o tempo contado de certa data, funcionando o aumento de capital resultante da conversão de acordo com o artigo 370.º, do CSC.

Enquanto os obrigacionistas não exercerem a opção de conversão, são proibidas as operações de alteração da sociedade (listas taxativas do artigo 368.º, do CSC), para “salvaguarda da integridade do interesse económico dos titulares das obrigações convertíveis em condições equitativas”⁷⁸.

O n.º 5, do artigo 368.º, do CSC, abre como alternativa ao regime estabelecido nos números anteriores do artigo, que “sociedades emitentes de valores mobiliários emitidos à negociação em mercado regulamentado” protejam os obrigacionistas “através de cláusulas de reajustamento automático da relação de conversão que salguarde a integridade do interesse económico dos titulares em condições equitativas”.

⁷⁷ A doutrina diverge quanto a existência de uma deliberação de aumento de capital dentro da deliberação de emissão das obrigações convertíveis. Em sentido favorável, por exemplo, Orlando Vogler Guiné vol. V do *Código das Sociedades em Comentário*, p. 1072. Em sentido contrário Fátima Gomes em *Obrigações Convertíveis*, p. 115.

⁷⁸ *Código das Sociedades em Comentário*, vol V, p. 1079-1080.

Estas obrigações são normalmente emitidas com uma taxa de juro mais baixa, apresentando valor ao obrigacionista que, se a *performance* da empresa for boa, terá um ganho potencial, ficando, contudo, sempre com a garantia de lhe ser restituído o capital inicialmente investido. A escolha de converter ou não depende das expectativas quanto à *performance* da entidade emitente.

O preço de conversão, por seu lado, é normal que seja superior ao preço das ações naquele momento.

Ao optar pela conversão os obrigacionistas deixam de ter direito aos juros (artigo 369.º, n.º 1, do CSC), e assim, se a escolha de conversão for dos obrigacionistas, esta normalmente ocorre após a data de pagamento de juros. Se optarem pelo reembolso a opção de conversão expira.

O n.º 2, do artigo 369.º, do CSC, exige que das condições de emissão conste “o regime de atribuição de dividendos que será aplicado às ações em que as obrigações se converterem no exercício durante o qual a conversão tiver lugar”., funcionando o n.º 3 do mesmo artigo como regime supletivo.

Uma dúvida que esta modalidade de obrigações suscita a nível contabilístico é a de se estas devem ser tratadas como capital próprio ou como dívida. Contabilisticamente costumam ser tratadas como dívida, ocorrendo depois uma análise financeira em que são tratadas com um regime diferente tendo em conta a tipologia do produto⁷⁹.

Estas obrigações apresentam-se como uma alternativa atrativa aos emitentes, pois permitem, em última análise, adquirir financiamento mais barato (especialmente pelo efeito dos impostos).

A opção de conversão pode estar do lado do obrigacionista, mas também do lado do emitente - as *reverse convertibles* – que acabam por ser uma obrigação com uma *put option* do lado do emitente.

⁷⁹ Na Norma de Contabilidade 32 (que pode ser encontrada em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02008R1126-20200101&qid=1579021817010&from=EN#tocId323>), nos parágrafos 28 a 32 aborda o tema da classificação contabilística das obrigações convertíveis.

Existem outros valores mobiliários em que a conversão é obrigatória, o emitente é obrigado ao reembolso em espécie (exemplo Sporting, SAD), apesar de, como aponta Orlando Vogler Guiné, no seu comentário ao artigo 365.º (no vol. V do *Código das Sociedades em Comentário*), se poder discutir “se ainda se tratam de verdadeiras obrigações ou antes de mais gerais valores mobiliários representativos de dívida”.

A estes dois tipos de valores mobiliários não é diretamente aplicável o regime específico das obrigações convertíveis em ações previsto no CSC.

Finalmente, há que chamar a atenção para as regras muito específicas que existem para as obrigações convertíveis, resultantes da ponte entre a emissão de obrigações e um aumento do capital social.

A tutela dos acionistas (exigida pela existência dos perigos de diluição da participação social, por via de um aumento do Capital Social por entrada de terceiros) é antecipada pelo legislador para o momento em que a sociedade emite as obrigações, ao invés de ocorrer no momento do aumento de capital em si.

O artigo 367.º, n.º 1, do CSC (que manda aplicar o regime constante dos artigos 458.º a 460.º do CSC) impõe um direito de preferência na subscrição das obrigações, atribuído de forma proporcional à participação detida por cada um dos acionistas. A lei dá ao acionista a hipótese de ser ele a financiar a empresa, não sendo possível que estes venham posteriormente reclamar de uma diluição da sua participação social causada pela entrada de terceiros.

4.2 Obrigações Convertíveis como uma Opção

Uma obrigação convertível é um instrumento híbrido que dá ao seu detentor a possibilidade de abdicar do pagamento dos juros e do reembolso, que lhe são devidos pela obrigação, optando por a converter num valor mobiliário diferente. A obrigação convertível funciona assim como uma obrigação com uma opção de compra incorporada⁸⁰ (*embedded call option*), que é o acordo que dá ao obrigacionista o direito a converter.

⁸⁰ Neste sentido John Hull, em *Options, futures, and other derivatives*, p. 220, “Convertible bonds, often referred to as convertibles, are bonds issued by a company that can be converted into equity at certain times using a predetermined exchange ratio. They are therefore bonds with an embedded call option on the company’s stock.”

4.2.1 Opções

Uma opção comum é um derivado financeiro⁸¹, um contrato cujo valor deriva de um ativo, ou grupo de ativos, ou um *benchmark*⁸² subjacente. Os derivados são regulados pelo CVM (artigo 2.º, n.º 1, als c) a f), e n.º 2).

Uma opção é um contrato pelo qual o investidor tem o direito de comprar ou vender qualquer coisa no futuro, mas não tem a obrigação (ao contrário da figura dos futuros em que se tem tanto o direito como a obrigação, numa opção só se tem o direito). O objeto de uma opção é construído por referência a uma realidade, a operação depende do ativo subjacente.

Existem vários tipos de opções, mas as mais conhecidas são as de estilo europeu e as de estilo americano. No estilo europeu o detentor só pode exercer a opção quando ela acaba, enquanto no estilo americano o detentor tem o direito a exercer a opção a qualquer momento até ao último dia.

O tipo mais valioso acaba por ser a americana, porque é mais flexível dando mais liberdade ao detentor.

As opções podem transacionar-se em bolsa (entre nós o mercado de opções é um mercado secundário de bolsa), ou fora de bolsa (OTC). Em bolsa quem faz o *write* da opção terá de abrir uma conta margem, pois apesar do detentor da opção apenas pagar o prémio (preço pago à cabeça) e não perder mais dinheiro, quem faz o *write* da opção pode perder mais.

O detentor de uma opção tem um ganho que pode ser infinito e prejuízos limitados ao valor do prémio. Quem faz o *write* tem ganhos limitados (o valor do prémio) e perdas infinitas, o que leva à conclusão de que o jogo das opções pode ser muito perigoso para quem as cria.

⁸¹ José Engrácia Antunes, em “Os Derivados”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, de agosto de 2008, na página 91, define derivados: “Designam-se por instrumentos derivados, ou simplesmente derivados (“derivative”, “Finanzderivate”, “instruments dérivés”, “derivati”), os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente.”

⁸² *Benchmark* é o nome dado a um índice que contém vários títulos que representem um aspeto do mercado, um exemplo é o índice S&P 500 no mercado de ações.

Antes do seu vencimento, as opções podem classificar-se, quanto ao seu exercício, em: *in the money* (*spot price*⁸³ superior ao *strike price*⁸⁴) – o detentor da opção obtém lucro se a exercer ou vender; *at the money* (*spot* equivalente ao *strike*); e *out of the money* (*spot* inferior ao *strike*) – o detentor sofreria perdas com o seu exercício ou venda.

O valor do prémio deve refletir a soma do valor intrínseco (aquilo que se ganha objetivamente se a opção fosse exercida hoje, não tendo em conta o valor do prémio) com o valor temporal (probabilidade de ganhar mais do que estaria já a ganhar neste momento – o ponto *at the Money* é onde o valor temporal é o mais alto possível).

O valor intrínseco é sempre zero ou um valor positivo pois qualquer opção não é exercida se o valor intrínseco for inferior a zero.

Existem 5 fatores principais que afetam o valor intrínseco e o valor temporal: o *spot price*, o *strike price*, a maturidade, a volatilidade (fator com o impacto mais importante, mas que não pode ser avaliado objetivamente por não se conseguir prever com exatidão a volatilidade futura), a taxa de juro, e, no caso das ações, os dividendos.

A valorização de opções é efetuada recorrendo ao modelo de Black e Scholes (o qual só se pode aplicar se todos os pressupostos se verificarem) ou ao modelo binomial (modelo mais flexível).

4.2.2 *Embedded Options*

Uma opção incorporada (*embedded option*) confere ao detentor de um valor mobiliário um direito (mas não a obrigação) de atuar no futuro, afetando o valor do título. Ao contrário de uma opção simples, as opções incorporadas não se podem separar do valor mobiliário subjacente, não podendo por isso ser negociadas separadamente.

Dentro das opções incorporadas podem distinguir-se as opções que garantem direitos ao emissor do valor mobiliário (por exemplo uma *call provision* numa obrigação permite que o seu emissor a possa resgatar a obrigação antes do seu vencimento), daquelas que atribuem um direito

⁸³ Valor do ativo subjacente no momento de exercício da opção.

⁸⁴ Preço acordado entre o detentor da opção e quem faz o *write*.

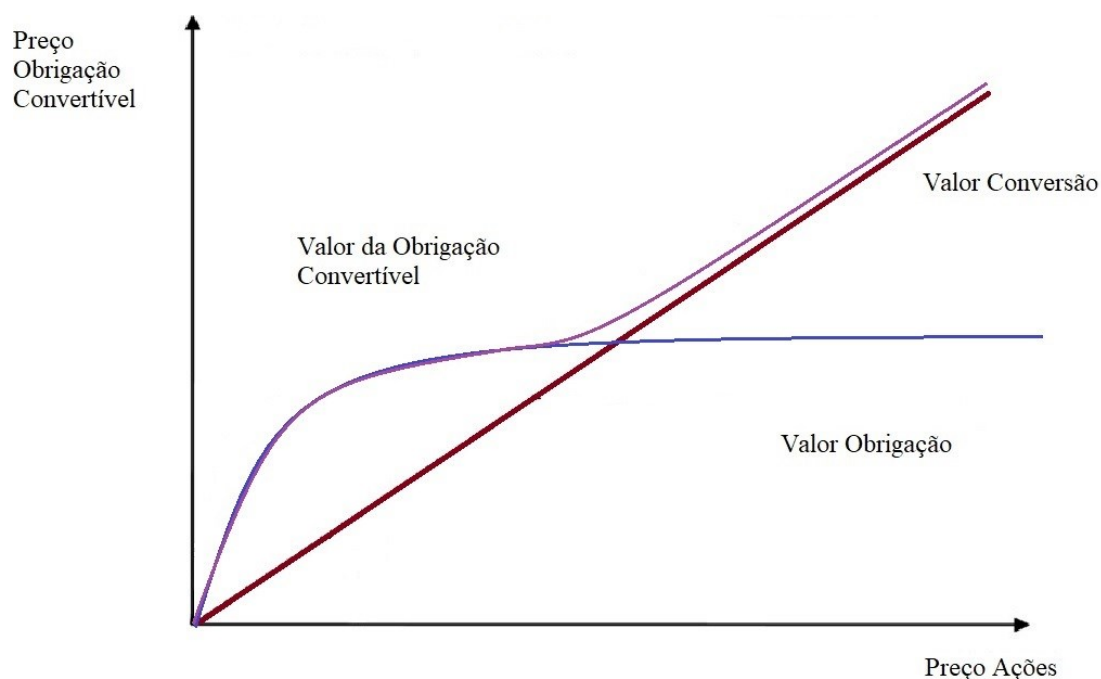
ao detentor (uma *put provision* permite ao obrigacionista que este obrigue o emitente a recomprar a obrigação antes do seu vencimento). Uma cláusula de conversão faz parte do segundo grupo pois atribui ao detentor do valor mobiliário o direito de o converter noutra.

Como mencionado anteriormente, nas obrigações convertíveis a opção incorporada é o que confere aos obrigacionistas o direito de trocar as obrigações por outro valor mobiliário.

4.3 Valor de uma Obrigação Convertível

O valor de mercado de uma obrigação convertível em ações corresponde à soma do valor da obrigação com o valor da opção de conversão⁸⁵.

Pela sua natureza híbrida, o valor das obrigações convertíveis é extremamente sensível à solvabilidade do emitente e ao capital próprio da empresa.



Enquanto não houver risco de insolvência do emitente, mesmo que o valor das ações desça substancialmente, o valor das obrigações convertíveis irá manter-se constante (tal como se pode observar no gráfico anterior) pois existe garantia de pagamento dos cupões e do reembolso do

⁸⁵ John D. Finnerty, *Project Financing: Asset-based Financial Engineering*, New Jersey (2007), p. 256.

capital investido, funcionando como uma obrigação sem a opção de conversão. A este preço mínimo em situações sem *distress*, dá-se o nome de *bond floor*.

Quando o preço das ações se aproxima do preço de conversão começa a operar o efeito da opção incorporada, o valor das obrigações convertíveis passa a ser mais influenciado pelas alterações no valor dos capitais próprios do emitente.

Se o preço das ações estiver muito próximo do preço de conversão, ou chegando mesmo a ultrapassá-lo, o valor das obrigações e a sua volatilidade passam a ser em tudo semelhantes às das ações. Isto explica-se porque a partir do preço de conversão o mais certo é um obrigacionista optar pela conversão, passando apenas ser detentor de ações.

5. Análise de Emissões de Obrigações Convertíveis

Como já foi referido anteriormente as obrigações convertíveis podem ter muitos usos para além do simples financiamento da entidade emitente, como se pode verificar nos exemplos seguintes.

5.1 EDP e o seu Processo de Privatização

A EDP – Energias de Portugal, S.A. (“EDP”) é uma sociedade anónima, com capital social integralmente realizado de 3.965.681.012 €, sendo representado por 3.965.681.012 acções com o valor nominal de 1 euro cada. “A Sociedade adopta o modelo de governo dualista composto por Assembleia Geral, Conselho de Administração Executivo, Conselho Geral e de Supervisão e Revisor Oficial de Contas.”⁸⁶

A Electricidade de Portugal - Empresa Pública – EDP resultou da fusão das empresas previamente nacionalizadas pelo Decreto-Lei n.º 205-G/75, de 16 de abril⁸⁷, em 30 de junho de

⁸⁶ https://www.edp.com/sites/default/files/2022-03/RC_EDP_PT_vers%C3%A3o%20n%C3%A3o%20oficial%20-%20n%C3%A3o%20auditada.pdf, p. 114.

⁸⁷ Pelo artigo 1.º, n.º 1, do Decreto-Lei n.º 205-G/75, de 16 de Abril, foram nacionalizadas “com eficácia a contar de 15 de Abril de 1975, as sociedades exploradoras do serviço público de produção, transporte e distribuição de energia eléctrica a seguir indicadas: AES - Aliança Eléctrica do Sul, S. A. R. L.; CEAL - Companhia Eléctrica do Alentejo e Algarve, S. A. R. L.; CEB - Companhia Eléctrica das Beiras, S. A. R. L.; CHENOP - Companhia Hidroeléctrica do Norte de Portugal, S. A. R. L.; CRGE - Companhias Reunidas Gás e Electricidade, S. A. R. L.; CPE - Companhia Portuguesa de Electricidade, S. A. R. L.; ED - Eléctrica Duriense, Lda.; EHEC - Empresa Hidroeléctrica do Coura, S. A. R. L.; EHESE - Empresa Hidroeléctrica da Serra da Estrela, S. A. R. L.; EIE - Empresa Insular de Electricidade

1976 pelo Decreto-Lei n.º 502/76, de 30 de junho, o que correspondeu à segunda fase da “reestruturação das empresas nacionalizadas e a reordenação do sector eléctrico”⁸⁸.

Em 1991, através do Decreto-Lei n.º 7/91, de 8 de janeiro, a Electricidade de Portugal (EDP) E. P., foi transformada “em sociedade anónima de capitais exclusivamente públicos, com a firma EDP - Electricidade de Portugal, S. A., adiante designada abreviadamente por EDP”⁸⁹.

O artigo 8.º, n.º 1, do mesmo diploma estatuiu que “A EDP procederá, por meio de cisões simples, à formação de novas sociedades anónimas, sendo o capital social destas exclusivamente por si subscrito ou realizado”, debruçando-se os artigos seguintes e o Decreto-Lei n.º 131/94, de 19 de maio (“Define o quadro jurídico da reestruturação da EDP, S. A.”), sobre os procedimentos a adotar nestas cisões. Constituindo-se assim o Grupo EDP.

Em 1997 foi aprovada a primeira fase do processo de privatização da EDP através do Decreto-Lei n.º 78-A/97, de 7 de abril⁹⁰, no seguimento da Resolução do Conselho de Ministros n.º 21/96, de 5 de março⁹¹. Esta fase consistiu na alienação de 179.960.000 ações⁹² representativas de uma do capital social da EDP através de uma OPV (oferta pública de venda) no mercado nacional “e venda directa a um conjunto de instituições financeiras que ficam obrigadas a proceder à subsequente dispersão das acções, parte das quais em mercados internacionais, com vista a alcançar o desejável grau de internacionalização da EDP e a afirmar a presença do País e das suas empresas nos mercados internacionais de capitais.”

Na sequência desta primeira fase e, para dar cumprimento ao artigo 27.º, n.º 1, da Directiva 96/92/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Dezembro de 1996, que estabelece

(Ponta Delgada), S. A. R. L.; HEAA - Hidroeléctrica do Alto Alentejo, S. A. R. L.; HEP - Hidroeléctrica Portuguesa, S. A. R. L.; SEOL - Sociedade Eléctrica do Oeste, Lda.; UEP - União Eléctrica Portuguesa, S. A. R. L.”.

⁸⁸ No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 502/76, de 30 de junho.

⁸⁹ Artigo 1.º, n.º 1, do Decreto-Lei n.º 7/91, de 8 de janeiro.

⁹⁰ Com o Artigo 1.º, n.º 1, do Decreto-Lei n.º 78-A/97, de 7 de abril, “É aprovada a 1.ª fase do processo de reprivatização do capital social da EDP - Electricidade de Portugal, S. A.” As condições concretas desta reprivatização foram estabelecidas pelas Resoluções do Conselho de Ministros n.ºs 68/97, de 2 de Maio, 82/97, de 23 de Maio, e 95/97, de 17 de junho.

⁹¹ Segundo a mencionada Resolução do Conselho de Ministros, “No que respeita ao sector energético, será dado início ao processo de privatização do grupo EDP, mediante alienação do capital da holding, através da dispersão em bolsa em Portugal e da colocação de acções nos mercados financeiros internacionais, assegurando o Estado o controlo maioritário. Uma primeira fase de privatização ocorrerá ainda em 1996.” No Anexo I (“Principais empresas privatizáveis em 1996/1997”), a privatização da EDP estava prevista ocorrer nos anos 1996/1997.

⁹² Informação consultada em <https://www.edp.com/pt-pt/historias-edp/privatizacao-da-edp>.

regras comuns para o mercado interno da electricidade. O Decreto-Lei n.º 315/97, de 19 de novembro, aprovou a “2.ª fase do processo de reprivatização do capital social da EDP - Electricidade de Portugal, S. A.”⁹³, por alienação de um “lote de 13500000 acções da EDP - Electricidade de Portugal, S. A., representativas de 2,25% do respectivo capital social, acções da EDP” através de venda direta ao “parceiro estratégico da EDP: Iberdrola, S. A., sociedade comercial de direito espanhol, com sede em Bilbao, rua Cardenal Gardoqui, 8.”⁹⁴

A terceira fase de privatização da EDP foi aprovada no Decreto-Lei n.º 94-C/98, de 17 de abril, e concretizada pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 65/98, realizada pela alienação de acções através de uma OPV e de venda direta, ficando reprivatizada uma percentagem de cerca de 49%⁹⁵ do capital da EDP.

Em 2000 procedeu-se à fusão de quatro sociedades distribuidoras de energia eléctrica resultantes da anterior cisão da EDP em 1991 (Decreto-Lei n.º 4/2000, de 29 de janeiro), foi aprovada a 4.º fase da reprivatização da EDP no Decreto-Lei n.º 141/2000, de 15 de julho⁹⁶, no seguimento da Resolução do Conselho de Ministros n.º 71/2000, e em Julho a EDP procedeu a um *stock split* “de 1 por 5 na consequência da alteração do valor nominal das acções representativas do capital social da EDP, de 5 euros para 1 euro”⁹⁷.

A quinta fase foi aprovada pelo Decreto-Lei n.º 218-A/2004, de 25 de outubro,

A sexta fase foi aprovada pelo Decreto-Lei n.º 209-A/2005, de 2 de dezembro, e concretizado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 186-A/2005, operando pela emissão, pela PARPÚBLICA - Participações Públicas (SGPS), S. A., “de obrigações que tenham como activo subjacente e sejam susceptíveis de permuta ou reembolso com acções representativas do capital social da EDP”. Esta fase não resultou em nenhuma alteração na participação social do Estado, pois os obrigacionistas optaram pelo reembolso.

⁹³ Artigo 1.º, do Decreto-Lei n.º 315/97, de 19 de novembro.

⁹⁴ Resolução do Conselho de Ministros n.º 69/98, que aprovou as “condições finais e concretas da segunda fase do processo de reprivatização do capital social da EDP” dando cumprimento ao Decreto-Lei n.º 315/97, de 19 de novembro.

⁹⁵ Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 141/2000, de 15 de julho.

⁹⁶ Foi concretizada nas Resoluções do Conselho de Ministros n.ºs 113/2000, de 24 de agosto, 146/2000, de 27 de outubro, 149/2000, de 3 de novembro.

⁹⁷ <https://www.edp.com/pt-pt/investidores/acao-edp/privatizacao>

A escolha da utilização de obrigações convertíveis como meio de proceder à privatização da EDP nesta fase deveu-se à necessidade de conciliação entre a dispersão das ações da EDP por privados e a manutenção dos direitos do alienante até à data de vencimento.

A sétima fase operou de forma semelhante através da emissão de obrigações permutáveis em ações da EDP (obrigações convertíveis em ações já emitidas), dispensando-se a necessidade de alienação prévia das ações à Parpública, pois ainda se justificava manter os direitos da Parpública, “o que se configura especialmente relevante do ponto de vista estratégico e no contexto da evolução do sector energético a nível europeu” (preâmbulo, Decreto-Lei n.º 382/2007, de 15 de novembro).

A oitava, e final fase de privatização, iria inicialmente seguir uma solução semelhante à da sétima fase, mas o Decreto-Lei n.º 105/2010, de 1 de outubro, foi posteriormente revogado pelo Decreto-Lei n.º 106-A/2011, de 26 de outubro, e a privatização ocorreu por venda direta da “totalidade das 780 633 782 ações, representativas de 21,35 % do capital social da EDP” à *China Three Gorges Corporation*.

5.2 Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD

O Sporting Club de Portugal – Futebol, SAD (designação resultante de uma deliberação da Assembleia Geral em 29 de setembro de 2010⁹⁸) é uma sociedade anónima desportiva⁹⁹ com modelo de governação clássico.

Em 2011, por motivos de uma reestruturação financeira e recapitalização da sociedade, foram emitidos 55 000 000,00 euros de valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis em ações, em conjunto com a emissão “com Oferta Pública de Subscrição, de 18.000.000 ações escriturais e nominativas, com o valor nominal de 1 euro cada”¹⁰⁰, com o objetivo de aumentar o capital próprio (reduzido numa primeira fase deste processo de 42 000 000,00 euros para

⁹⁸ https://www.sporting.pt/incscp/pdf/investor_relations/ir_RelatorioeContas1011.pdf, p. 21

⁹⁹ Aplicação do Decreto-Lei n.º 10/2013, de 25 de janeiro, que revogou o “Decreto-Lei n.º 67/97, de 3 de abril, alterado pela Lei n.º 107/97, de 16 de setembro, e pelos Decretos-Leis n.ºs 303/99, de 6 de agosto, e 76-A/2006, de 29 de março” (artigo 32.º).

¹⁰⁰ <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd19257.pdf>, p. 141

21 000 000, 00 euros) afastando a aplicação do artigo 35.º do CSC, e dando uma maior solidez financeira à sociedade¹⁰¹.

Estas obrigações foram emitidas a 17 de janeiro de 2011 e admitidas à negociação no *Euronext Lisbon*, com o ISIN PTSCP1ZM0001¹⁰², valor nominal 1 euro, cupão anual de 3,0% e vencimento em 17 de janeiro de 2016.

No dia 8 de janeiro de 2016, a data de vencimento destas obrigações foi substituída por deliberação da Assembleia Geral de “titulares de valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis em ações da sociedade”, passando os titulares a ter a opção de manter a data de vencimento em 17 de janeiro de 2016 ou 26 de dezembro de 2026, e o valor do juro passou a ser de 4,0%.

Conclusão

Num panorama económico de crise em que as empresas necessitam de financiamento externo, e em que os Bancos oferecem juros baixos em contas a prazo, existe uma oportunidade de encontro entre as empresas, que precisam de financiamento, e os investidores, que querem maiores rentabilidades, através da emissão de obrigações, e, mais especificamente, emissão de obrigações convertíveis.

As obrigações convertíveis são um instrumento híbrido que combina as características de uma obrigação normal com características do valor mobiliário em que se convertem, o que influencia não só o seu regime legal como o seu valor.

É por esta razão um instrumento financeiro extremamente flexível, capaz de responder a várias necessidades de financiamento de empresas, funcionando muitas vezes como um ato preparatório de um possível aumento de capital no futuro.

Nos dois exemplos apresentados as obrigações convertidas foram emitidas com objetivos diferentes. Enquanto no exemplo da EDP as obrigações foram emitidas com o objetivo último de alienar as participações sociais da empresa (i.e., como forma de privatizar a EDP). No exemplo do

¹⁰¹ <https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/fsd19257.pdf> p. 39

¹⁰² <https://live.euronext.com/en/product/bonds/PTSCP1ZM0001-XLIS/market-information>.

Sporting Club de Portugal – Futebol, SAD, a emissão de valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis teve como objetivos um aumento do capital social no futuro, e dotar a sociedade de meios para a sua gestão no imediato.

Do ponto de vista do investidor, as obrigações convertíveis são um valor mobiliário atrativo pela existência de uma “rede de segurança” no seu funcionamento como uma obrigação (o risco assumido pelos investidores, apesar de superior ao de uma obrigação simples, é inferior ao das ações), e pela possibilidade de poder aproveitar um aumento do valor do emitente, mediante conversão ou venda das obrigações em mercado secundário, por um valor mais elevado que o que uma obrigação normal teria, pela influência da opção.

Concluimos que as obrigações convertíveis são um meio de financiamento capaz de atrair o interesse de investidores (tanto pelo valor de juros mais elevado que os oferecidos pelos bancos, como pela oportunidade de participar da empresa caso esta tenha uma evolução positiva), afastando a dependência de financiamento bancário e a oneração dos acionistas, ao mesmo tempo que, como financiamento através de capital alheio que é, baixa os impostos a pagar, por os juros serem custos da sociedade.

Bibliografia

ABREU, J. M. Coutinho (coord.), *Código das Sociedades em Comentário*, Vol. V, 2.^a ed., Coimbra (2018)

ANTUNES, José Engrácia, “Os Derivados”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, agosto de 2008

ASCENSÃO, José de Oliveira, “Valor Mobiliário e Título de Crédito” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa (1997)

ASCENSÃO, José de Oliveira, *Direito Comercial*, Volume III *Títulos de Crédito*, Lisboa (1992)

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., *ISE Fundamentals of Corporate Finance*, New York (2022)

CÂMARA, Paulo, “O Regime Jurídico das Obrigações e a Protecção dos Credores Obrigacionistas”, in *Revista da FDUL*, vol. XLIV, n.ºs 1 e 2, 2003

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra (2018)

Código das Sociedades (Projeto), separata do *Boletim do Ministério da Justiça*, Lisboa (1983)

COELHO, José Gabriel Pinto, *Direito Comercial*, Vol 2, *As Letras*, Lisboa (1955)

CORDEIRO, António M., “Valor mobiliário: evolução e conceito” in *Revista de Direito das Sociedades*, Coimbra (2016)

CORDEIRO, António Menezes (coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 4.^a ed., Coimbra (2021)

CORREIA, António Ferrer, *Lições de Direito Comercial*, Vol. III *Letra de Câmbio*, Coimbra (1975)

CORREIA, Luis Brito, *Direito Comercial*, Vol 2, *Sociedades Comerciais*, Lisboa (1989)

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito Comercial e do Mercado*, 3.^a ed, Coimbra (2021)

DIAS, António Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa (2002)

FERREIRA, Amadeu José, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa (1997)

FERRI, Giuseppe, *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino (1993)

FINNERTY, John D., *Project Financing: Asset-based Financial Engineering*, New Jersey (2007)

GOMES, Fátima, *Obrigações Convertíveis em Acções*, Lisboa (1999)

GUINÉ, Orlando Vogler, “Algumas Novidades nas Emissões de Obrigações pelas Sociedades: *da Law in the Books à Law in Action*”, in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra (2016)

GUINÉ, Orlando Vogler, “O Financiamento das Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as Acções e as Obrigações)”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra (2011)

HULL, John, *Options, futures, and other derivatives*, Toronto (2015)

MATOS, Inês Serrano, “*Debt Finance: as Obrigações como Engodo do Investidor e a Informação Externa como um meio de Tutela Daquele*”, in *Revista de Concorrência e Regulação*, ano VI, n.º 23-24, julho/dezembro 2015

OLIVEIRA, Ana Perestrelo, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra (2020)

SANTOS, Mário Leite, “*Obrigações Convertíveis Alguns Aspectos do seu Regime Jurídico*”, in *Revista da Banca*, n.º 19, julho/setembro 1991

VALÉRIO, Nuno, *História do Sistema Bancário Português*, Volume I, Lisboa (2006)

VASCONCELOS, Pedro Pais, “*As Obrigações no Financiamento da Empresa*”, in AAVV, *Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra (2002)