

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Faculdade de Direito de Lisboa

Mestrado em Direito Empresarial



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA

Tese de Mestrado

**Breves considerações sobre o regime das Obrigações  
Convertíveis**

Miguel Almeida Simões

Orientadora: Prof. Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Lisboa, Setembro de 2019



**À minha mãe.**

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, agradecer à Professora Doutora Ana Perestrelo Oliveira pelo facto de nas suas aulas me ter despertado o gosto e interesse por este tema, por ter aceite ser orientadora da minha tese, pela paciência, compreensão e por todos os ensinamentos.

À minha mãe e ao Anibal a quem devo tudo.

À Inês por me fazer mais feliz.

Aos meus amigos (Lima, Zé, Luís, Joca, Rainho, Rodrigo e Martins) e à minha amiga Catarina Botelho por terem feito este caminho muito mais especial.

## **Resumo**

A presente dissertação tem como principal objetivo proceder a uma breve análise do regime jurídico das obrigações convertíveis à luz do Código das Sociedades Comerciais.

Na doutrina Portuguesa vários foram os autores que se pronunciaram sobre este tema existindo uma diversidade de pontos de vista - muitas vezes conflitantes entre si - que importa analisar e compreender.

Associado a isto, o legislador Português por diversas vezes alterou o regime jurídico das obrigações convertíveis através de específicas, mas importantes modificações, sendo que focaremos a nossa atenção na mais recente alteração introduzida pelo DL n°26/2015, de 6 de Fevereiro.

Assim, analisando a lei e as suas alterações, absorvendo a doutrina e debruçando-nos sobre os principais problemas que encetaremos este estudo.

**Palavras – Chave:** Valores Mobiliários Convertíveis; Obrigações Convertíveis;

## **Abstract**

This work will aim to briefly analyse the legal regime of convertible bonds in the light of the Portuguese Companies Code.

Portuguese scholars who have studied Convertible Bonds produced a lot of opinions, many of them conflicting with each other that we must analyse and understand.

In addition, the Portuguese legislator has on several occasions changed the legal regime of Convertible Bonds with specific but important changes that we will address, focusing on the most recent modification introduced by Decree-Law no. 26/2015, February 6th.

It is therefore by analysing the law and its amendments, studying the opinions of scholars and addressing the main issues that we will begin this study.

**Key – Words:** Convertible securities; Convertible bonds.

## **Abreviaturas utilizadas:**

al. - alínea

art.º – artigo

arts. – artigos

anot. - anotação

CC - Código Civil

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto – Lei

DSR – Direito das Sociedades em Revista

L – Lei

p. – página

pp. - páginas

RB – Revista da Banca

RDS – Revista de Direito das Sociedades

RFDUL – Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

ss. – seguintes

SSRN – Social Science Research Network

UCP – Universidade Católica Portuguesa

Vol. – Volume

ZGR – Zeitschrift für Unternehmen und Gesellschaftsrechts

## Índice

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
<b>2. ORIGEM E EVOLUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>3. NOÇÃO E FIGURAS AFINS</b> .....	<b>11</b>
<b>4. DELIBERAÇÃO DE EMISSÃO</b> .....	<b>14</b>
4.1. COMPETÊNCIA .....	14
4.2. MAIORIA.....	15
4.3. CONTEÚDO .....	15
4.3.1. <i>O quantitativo global da emissão e os motivos que a justificam, o valor nominal das obrigações e o preço por que serão emitidas e reembolsadas ou o modo de o determinar, a taxa de juro e o plano de amortização do empréstimo.</i> .....	16
4.3.2. <i>As bases e os termos da conversão</i> .....	18
4.3.3. <i>Se aos acionistas deve ser retirado o direito previsto no nº1 do artigo seguinte e as razões de tal medida;</i> .....	19
4.3.4. <i>A identificação dos subscritores e o número de obrigações a subscrever por cada um, quando a sociedade não recorra a subscrição pública.</i> .....	19
4.4. DELIBERAÇÃO EXPRESSA OU IMPLÍCITA DE AUMENTO DE CAPITAL.....	20
4.5. ALTERAÇÃO DOS DIREITOS DOS OBRIGACIONISTAS .....	21
<b>5. DIREITO DE PREFERÊNCIA DOS ACIONISTAS</b> .....	<b>21</b>
<b>6. MECANISMOS DE PROTEÇÃO</b> .....	<b>22</b>
6.1. MECANISMOS LEGAIS.....	22
6.1.1. <i>O Artigo 368.º e as “Operações Proibidas”</i> .....	22
6.1.2. <i>Operações condicionadas</i> .....	26
6.1.3. <i>Operações permitidas</i> .....	32
6.2. MECANISMOS CONTRATUAIS.....	33
6.3. MECANISMO <i>EX BONA FIDE</i> .....	34
<b>7. ATRIBUIÇÃO DE JUROS E DE DIVIDENDOS</b> .....	<b>35</b>
7.2 JUROS .....	35
7.2 DIVIDENDOS .....	36
<b>8. FORMALIZAÇÃO E REGISTO DO AUMENTO DE CAPITAL</b> .....	<b>38</b>
<b>9. EMISSÃO DE AÇÕES PARA CONVERSÃO DE OBRIGAÇÕES</b> .....	<b>38</b>
<b>10. CONCLUSÃO</b> .....	<b>39</b>
<b>11. BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>42</b>

## 1. Introdução

De uma preceptiva geral as obrigações convertíveis são valores mobiliários, isto é, “instrumentos financeiros representados num título ou registo em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogéneas e fungíveis e que são suscetíveis de negociação em mercado organizado”<sup>1</sup>, mas são ainda uma espécie mais restrita destes, uma vez que são valores mobiliários híbridos “que combinando os elementos de dois ou mais valores típicos matriciais, revestem autonomia em relação a estes”<sup>2</sup>. Estas “formas híbridas de financiamento”<sup>3</sup> são, nos dias de hoje, um mecanismo muito importante para as sociedades pelo conjunto de vantagens que, potencialmente, propiciam<sup>4</sup>.

Com quase meio século de tradição entre nós, as obrigações convertíveis, como as conhecemos hoje, foram fruto de algumas alterações por mão do legislador Português, e, sobretudo, foram, também elas, objeto de extensa e profícua doutrina. A mais recente alteração surgiu com o DL nº26/2015, de 6 de Fevereiro que veio flexibilizar o regime aplicável à emissão de obrigações<sup>5</sup> e acabou por introduzir extensas modificações no regime legal das obrigações convertíveis. É, neste contexto, que nos propomos a analisar o regime das obrigações convertíveis vertido no nosso ordenamento jurídico, focando-nos na análise das obrigações convertíveis em ações representativas do capital social do próprio emitente - uma vez que é sobre estas que se levantam os principais problemas.

---

1 José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, Reimpressão da 3ª Edição, Coimbra, 2018, p. 73. Sobre o Conceito de valor mobiliário ver ainda: Cf., Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª edição, Coimbra, 2018, p.104.

2 Cf. Orlando Vogler Guiné, *O financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as acções e as obrigações)*, I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2011, p. 75 e ainda José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros cit.*, p. 159.

3 Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, Reimpressão da 2ª Edição de 2015, Coimbra, 2017, p. 151 caracteriza estes “instrumentos híbridos de financiamento” como “aqueles que apresentam características mistas de capitais próprios e de capitais alheios”.

<sup>4</sup> Discutindo a temática das vantagens v. Sandra Laurent, *Convertible debt and preference share financing: an empirical study*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=668364>.

<sup>5</sup> Neste sentido v. José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros cit.*, p. 115. Sobre a reforma v. Marisa Larguinho, *Alterações de 2015 ao Regime das Obrigações no CSC: Algumas Questões Resolvidas e por Resolver*, DSR ano 8 vol. 15, Coimbra, 2016, p. 98 e ss; Hugo Moredo Santos/Orlando Vogler Guiné, *Comentário preliminar às alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações*, DSR ano 7 vol. 13, Coimbra, 2015.

## 2. Origem e Evolução

As obrigações convertíveis apareceram, pela primeira vez, nos EUA, no século XIX, com o intuito de financiar a construção dos caminhos-de-ferro, mas assistiram ao seu despoletar nos mercados financeiros anglo-saxónicos depois da Grande Guerra<sup>6:7</sup>. Posteriormente adquiriram significado, noutra países, para onde foram importadas.

Cumprido, agora, iniciar o estudo das obrigações convertíveis em Portugal.

Em 1971, o legislador nacional estabeleceu o primeiro regime aplicável às obrigações convertíveis, porém em 1986 o seu regime legal passou a estar vertido no CSC, onde ainda hoje se encontra, nomeadamente nos artigos 365º e seguintes.

Após a sua inserção no CSC o regime dos valores mobiliários convertíveis já ultrapassou três importantes etapas. A primeira<sup>8</sup> reservava a emissão deste tipo de valor mobiliário às sociedades cujas ações estivessem cotadas numa das Bolsas de Valores de Lisboa ou do Porto. Sendo estas as sociedades com deveres de informação mais severos, pretendia-se, com esta solução, assegurar a máximo conhecimento sobre as obrigações a converter, para o adequado exercício do direito de conversão.<sup>9</sup>

Em 2006<sup>10</sup> passa a capacidade de emissão a estender-se a todas as sociedades anónimas. Porém para haver admissão à cotação das obrigações convertíveis, o correspondente ativo subjacente deveria estar cotado.

---

<sup>6</sup> Este não foi o primeiro caso de conversão de valores mobiliários. No início do século XVII (em 1609) quando HUGH MYDDELTON constituiu a sociedade New River Company, com o objetivo de construir e pôr em funcionamento um novo aqueduto sobre Londres, este, conseguiu cativar o rei de Inglaterra, dividindo as ações da sociedade em número igual para cada um. Em face das dificuldades sentidas pela empresa, em 1631, o rei converteu as suas ações em obrigações (conversão em sentido oposto ao que ocorre nas obrigações convertíveis). Sobre esta questão e para um enquadramento histórico mais completo ver Fátima Gomes, *Obrigações Convertíveis em ações*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 1995, pp. 11-12. Em sentido contrário, entendo que as obrigações convertíveis surgiram na Alemanha no século XIX (com indicações bibliográficas) António Menezes Cordeiro, *Direito das Sociedades*, Vol. II, 2ª edição, Coimbra, 2017, p.729.

<sup>7</sup> Sobre a origem das obrigações convertíveis em Inglaterra: Lorenzo Sasso, *Capital Structure and Corporate Governance: The Role of Hybrid Financial Instruments*, International Banking and Finance Law Series, 2013, p. 45.

<sup>8</sup> Decreto-Lei nº 262/86, de 02 de Setembro.

<sup>9</sup> Cf., Paulo Câmara, *Manual cit.*, p.164.

<sup>10</sup> Com o Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de Março.

Mais recentemente<sup>11</sup>, neste terceira etapa, aboliu-se a exigência de cotação do ativo subjacente, passando a estar aberto a qualquer valor mobiliário que a sociedade tenha capacidade para emitir.<sup>12;13</sup>

### 3. Noção e Figuras Afins

Seguindo as palavras de FÁTIMA GOMES “as **obrigações convertíveis** podem ser definidas, numa noção preliminar, que considere as suas características essenciais, 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, sem que para o efeito tenham de despender recursos financeiros adicionais (faculdade de conversão).”<sup>14</sup>

Em ponto de síntese as obrigações convertíveis concedem dois direitos principais ao titular desse valor mobiliário: por um lado, incorporam o direito à restituição do capital mutuado e os respetivos juros; por outro, atribuem o poder do titular daquele valor mobiliário de, no período fixado nas condições de emissão, proceder à conversão da sua obrigação em ação ou em outro valor mobiliário emitido pela sociedade emitente.

Acrescente-se que tal como está na lei, mais propriamente no 365º do CSC, a opção pode ser do investidor (convertibles) ou do emitente (*reverse convertibles*).<sup>15</sup> Esta última possibilidade é expressamente permitida pela inovação introduzida com DL nº 26/2015, quando no art. 360º/2, b) passa a estar a faculdade de serem emitidos valores mobiliários representativos de dívida que sejam convertidos em ações por iniciativa do emitente. Embora não sejam qualificados como obrigações, a lei faz-lhes aplicar o regime destas.

---

<sup>11</sup> DL nº 26/2015, de 6 de Fevereiro com a Retificação nº117-A/2007, de 28 de Dezembro.

<sup>12</sup> Cf. Hugo Moredo Santos/Orlando Vogler Guiné, *Comentário preliminar às alterações introduzidas cit.*, p.. 208-215.

<sup>13</sup> Atendendo ao conteúdo do artigo 230, nº2 (e nº3) do CVM o efeito prático desta revogação poderá ser muito reduzido.

<sup>14</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p. 15.

<sup>15</sup> Cf. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 160.

No art. 365º com a epígrafe “Obrigações convertíveis em ações”, podemos, no seu nº1, distinguir dois tipos de obrigações convertíveis: as obrigações convertíveis em ações representativas do capital social do próprio emitente das obrigações; e as obrigações convertíveis em ações de outra sociedade.<sup>16</sup> Esta parte final do artigo 365º, nº1 torna diretamente permitida, entre nós, a emissão de obrigações permutáveis (***exchangeable bonds***), cujo emitente é um terceiro com disponibilidade sobre os valores mobiliários a entregar, mas que se assume como pessoa jurídica diferente da empresa emitente dos valores mobiliários a serem oferecidos em caso de exercício do direito de conversão.<sup>17 18</sup> Contudo, é sobre a perspetiva das obrigações convertíveis em ações representativas do capital social do próprio emitente que o legislador centra a disciplina legal prevista nos artigos 365º a 372º - e é sobre elas que também centraremos a nossa exposição. Nestas, em regra, existe a particularidade de darem origem a um aumento de capital, daí as regras, por exemplo, sobre o direito de preferência e proibição de alterações a sociedade. Com o DL nº26/2015 acrescentou-se o artigo nº2 dizendo que “as ações que resultem da conversão podem ser ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto”<sup>19</sup>, e o nº3 que passou a prever expressamente obrigações convertidas noutros valores mobiliários emitidos ou detidos pela sociedade.

Relativamente aos Valores Mobiliários Obrigatoriamente Convertíveis (**VMOCs**) também designados por **mandatory convertibles**<sup>20</sup>, estes atribuem um direito de crédito ao titular e obrigam o emitente a uma entrega de ações ou obrigações, na data de vencimento, nos termos fixados na deliberação de emissão,<sup>21</sup> distinguem-se das obrigações convertíveis por não existir nestes a faculdade de conversão, ocorrendo esta obrigatoriamente. No caso de a conversão dar lugar à entrega de ações a deliberação de emissão dos VMOCs implica, expressa ou implicitamente, a aprovação de um aumento de capital, por aplicação do 366.º, n.º 3 – por isso falamos frequentemente neste caso de

---

<sup>16</sup> Cf., Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (org. Coutinho de Abreu), Vol. V, Coimbra, 2012, anot. ao art.º 365º, p. 927; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª edição, Coimbra, 2011, anot. ao art.º 365º, p. 897; Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance* cit., p.161.

<sup>17</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual cit.*, p. 165.

<sup>18</sup> Paulo Câmara, *Manual cit.*, p. 165 indica que as obrigações permutáveis foram utilizadas na 6ª (através da execução do disposto no DL nº 209-A/2005, de 2 de Dezembro) e na 7ª (através da execução do disposto no DL 382/2007, de 15 de Novembro) fase de privatização da EDP – Energias de Portugal, SA.

<sup>19</sup> Cf. Hugo Moredo Santos/Orlando Vogler Guiné, *Comentário preliminar cit.*, p

<sup>20</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual cit.*, p. 166

<sup>21</sup> Cf. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 166

*delayed equity*. Apesar de inicialmente controvertido entre nós<sup>22</sup>, os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis são hoje admissíveis entre nós pelo art. 1º do CVM que lhe dá cobertura legal, sendo que pelo art. 360.º n.º2 al. b) do CSC aplicamos o regime das obrigações convertíveis aos VMOCs<sup>23</sup>.

Ainda no âmbito dos valores mobiliários convertíveis, os **Contigent Convertibles (CoCos)** são valores mobiliários “de natureza híbrida e convertíveis automaticamente em ações mediante a verificação de um determinado evento de desencadeamento (*trigger event*)”<sup>24</sup>. A sua conversão é, em princípio, automática e ocorre por efeito da verificação de um acontecimento futuro e incerto – não se sabe quando, nem se, ocorrerá. Estes são utilizados essencialmente por instituições de crédito ocorrendo a conversão de dívida em capital quando haja uma deterioração dos níveis de capitalização do emitente.<sup>25</sup>

Também pertencendo a esta categoria de valores mobiliários de estrutura derivada encontramos as **Obrigações com warrant**, que se encontram previstas nos arts. 372.ºA e 372.º B do CSC, estas distinguem-se porque além do direito de crédito sobre o emitente, incorporam ainda um direito de subscrição de ações com a particularidade desse direito ser destacável e negociável autonomamente (caso as condições de emissão não o proibam nos termos do artigo 372.ºB, n.º4 do CSC).<sup>26</sup>

Maioritariamente no contexto das *Start-Ups*, temos assistido à utilização de um instrumento muito semelhante às obrigações convertíveis: as **Convertible Notes**. Estas são um mecanismo muito utilizado por *Start-Ups* para angariar capital numa fase inicial para o desenvolvimento da sua atividade. Usualmente, as *convertible notes* são celebradas com vários *players* do mundo empreendedor tais como, incubadoras ou “*business angels*”, mas também celebradas com outros *stakeholders* mais sofisticados como os

---

<sup>22</sup> Para evolução histórica v. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit*, p. 166

<sup>23</sup> Cf. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit*, p. 166

<sup>24</sup> Cf. João Machado Teles, *Instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1: os contingent convertibles e os perigos de um “low trigger”*, RDS, ano IX (2017), número 4, Almedina, 2017, pp. 873.

<sup>25</sup> Sobre esta figura ver Paulo Câmara, *Manual cit.*, p. 167; Miguel Brito Bastos, *A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações comuns (contigent convertibles) como fundos próprios de instituições de crédito na transição para Basileia III*, em Paulo Camara/Manuel Magalhães (coord.), *O Novo Direito Bancário*, Almedina, Coimbra 2012; Oliviero Roggi, Alessandro Giannozzi And Luca Mibelli, *CoCo Bonds, Conversion Prices and Risk Shifting Incentives. How Does the Conversion Ratio Affect Management's Behaviour?*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc., 2013 pp. 143-170.

<sup>26</sup> Cf. Paulo Câmara, *Manual cit.*, p. 166

fundos de capital de risco. A *convertible note*, como a obrigação convertível, pode ser vista como um direito de crédito dos titulares sobre a sociedade, em que aquando da ocorrência de um evento pré-determinado, normalmente uma valorização da sociedade, esta permite ao titular da *convertible note* –em condições especiais – receber participações no capital social da sociedade. Fala-se em condições especiais, uma vez que as *convertible notes*, estão intimamente ligadas a dois mecanismos que compensam o investidor pelo investimento numa fase tão inicial da sociedade: o *conversion discount* e o *valuation cap*. O *conversion discount* está associado a uma conversão da dívida em capital a um preço por ação inferior – através do desconto - ao preço por ação pago pelo novo investidor, enquanto estabelecendo um *valuation cap* este definirá o limite do valor das ações do investidor da *Convertible note*, isto é, se com a entrada do novo investidor a avaliação da Sociedade for inferior ao Valuation Cap, o investimento feito através da *convertible note* será sempre convertido em capital no valor igual ao do novo investidor, contudo, se a avaliação for superior ao *Valuation Cap*, o investimento feito pela *Convertible note* será convertido para o valor especificado pelo *Valuation Cap*, como se o investidor da *Convertible note* já detivesse ações da sociedade, o que equivale a dizer que apesar de ser “diluído” o investidor aceita ter uma percentagem mais baixa num sociedade com uma maior avaliação de mercado uma vez que essas ações valerão também mais<sup>27</sup>.

#### 4. Deliberação de emissão

##### 4.1. Competência

Uma questão controvertida na doutrina foi a de saber se a emissão de obrigações convertíveis seria ou não da competência exclusiva da Assembleia Geral, ou se, ao invés,

---

27 Sobre estes aspectos e sobre as convertible notes em geral ver: Darren Magennis, Edward Watts, Sue Wright *Convertible Notes: The Debt Versus Equity Classification Problem* in Journal of Multinational Financial Management, 1998; Joseph M. Green and John F. Coyle, Crowdfunding And The Not-So-Safe Safe, Virginia, 2016, in Law Review Online Vol. 102, pp.168 – 182 disponível em SSRN em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2830213](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2830213); John F. Coyle and Joseph M. Green, *Contractual Innovation In Venture Capital*, Hastings Law Journal, Vol. 66, . p 133, 2014, disponível em SSRN em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417431](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417431); John F. Coyle and Joseph M. Green, *The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts*, Minnesota Law Review Headnotes, Vol. 42, 2018 disponível em SSRN em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3230352](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3230352).

poderia constar dos estatutos uma autorização que atribuísse essa competência ao órgão de administração.<sup>28</sup>

Hoje, com as alterações promovidas pelo DL nº26/2015, de 6 de Fevereiro estabelece o novo nº6 do artigo 366º que “o órgão de administração pode deliberar a emissão de obrigações convertíveis desde que se encontre autorizado pelo contrato de sociedade a deliberar a emissão de obrigações e o aumento do capital social”. Vem, desta forma, o legislador tomar a posição da “doutrina maioritária”<sup>29</sup> resolvendo, com a introdução deste novo nº6, a dúvida suscitada pela anterior redação do artigo.

#### 4.2. Maioria

Diz o nº1 do art. 366º que “A deliberação de emissão de obrigações convertíveis em ações deve ser tomada pela maioria que o contrato de sociedade especifique, mas não poderá ser inferior à exigida para a deliberação de aumento de capital por novas entradas”: a lógica subjacente é facilmente perceptível: a emissão destas obrigações envolve um aumento de capital, pelo que o nível de exigência de maioria deve ser idêntico.<sup>30</sup> Acrescente-se, ainda, que se deve exigir tanto o quórum constitutivo como o deliberativo (382º, 2 e 3 e 386º, 3 e 4).<sup>31</sup>

#### 4.3. Conteúdo

As várias alíneas do nº2 do artigo 366º contemplam as várias matérias sobre as quais deve versar a proposta de deliberação. Encontramos, por um lado, matérias que devem em geral estar contidas em qualquer emissão de obrigações e, por outro, matérias específicas das obrigações convertíveis.

Vamos analisar cada alínea individualmente.

---

28 Tendo presente que esta querela se desenvolveu anteriormente ao DL nº26/2015 em sentido afirmativo: Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. ao art. 366º, pp. 930-931; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º; Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p. 83; Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários. Conceitos e espécies*, 2ª edição, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 1998, p.169. Contra esta opinião, baseando-se, sobretudo, num argumento de *lex specialis*, José Engrácia Antunes, *Wandel- und Optionsanleihen in Portugal*, ZGR, 1995, p.49.

<sup>29</sup> Ver o que se disse supra na nota 13.

<sup>30</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 162.

<sup>31</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 931; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 901.

4.3.1. O quantitativo global da emissão e os motivos que a justificam, o valor nominal das obrigações e o preço por que serão emitidas e reembolsadas ou o modo de o determinar, a taxa de juro e o plano de amortização do empréstimo.

O primeiro elemento desta alínea é a referência ao montante global da emissão, o qual poderá não ser um montante fixo, ou melhor, o valor global, na maioria dos casos, apenas se poderá determinar em concreto em função da procura dos investidores e das condições de mercado. Assim, será mais útil, estabelecer-se uma margem ou um teto máximo.

Muito importante são os motivos que justificam a emissão, devendo, pois, ser justificada (i) a necessidade de obter financiamento, bem como a (ii) realização do financiamento através de uma emissão de obrigações (em alternativa a outras formas de financiamento) e (iii) a razão da utilização da modalidade obrigações convertíveis- sendo este o único dos pontos que é específico das obrigações convertíveis.<sup>32</sup>

Outro elemento presente é o valor nominal das obrigações, que é desejável (deixando em aberto várias hipóteses, uma vez que a modalidade e o mercado de colocação poderão não estar certos à data da deliberação) que seja determinado mais perto da data de emissão – a circunstância de o valor nominal em si mesmo ser relativamente indiferente para a situação dos acionistas corrobora este entendimento. Apesar disto, em conformidade, deve entender-se como admissível a deliberação prever uma margem de valores nominais ou prever um conjunto de valores nominais alternativos.<sup>33</sup>

Objeto de deliberação é também o “preço por que serão emitidas e reembolsadas ou o modo de o determinar. “A parte final abre caminho a que o preço apenas seja determinado perto da data de emissão e acaba de certa forma para legitimar o raciocínio anterior.

A referência na alínea à taxa de juro é excessiva, uma vez que depende das condições de mercado e, por isso, seguindo a abordagem anterior acreditamos ser aconselhado a

---

<sup>32</sup> Seguimos a sistematização de Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 932; No mesmo sentido Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 900, referindo a autora que “O 366º/2/a, exige ainda justificação especial para a emissão das obrigações convertíveis em ações representativas do capital social do emitente, e não uma mera justificação para a emissão de dívida. A proposta deve apresentar razões específicas da necessidade ou conveniência da atribuição do direito de conversão”.

<sup>33</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 933.

definição ou de uma margem, ou de um teto máximo na deliberação, de forma a deixar a determinação concreta para uma altura mais perto da data de emissão.<sup>34</sup>

Por fim, encontramos, a referência ao plano de amortização do empréstimo. Também aqui, deverá bastar a indicação de uma margem de maturidades ou uma data de maturidade máxima. Analisaremos a faculdade de reembolso antecipado (tanto da iniciativa do emitente (“*cal option*”), como do investidor (*put-option*) que não é excluída pela natureza das obrigações convertíveis. A previsão da *put-option* não levanta dúvidas. Relativamente à *call option*, FÁTIMA GOMES<sup>35</sup>, distingue duas situações: em primeiro lugar, as emissões de obrigações convertíveis com faculdade de conversão a qualquer momento, caso em que o reembolso antecipado, mesmo previsto no regulamento de emissão é inadmissível para a autora, por colocar em questão a opção de conversão; em segundo lugar, aquando das emissões de obrigações convertíveis com vários períodos previstos para a solicitação de conversão, caso em que, se o reembolso antecipado estiver previsto no regulamento como opção da sociedade emitente após o decurso de cada período de conversão estabelecido, já parece admissível à autora, como forma de proteção da sociedade emitente face a evoluções do mercado que tornem o empréstimo de obrigações convertíveis não justificável ou prejudicial. FLORBELA PIRES<sup>36</sup> admite a *call option* na medida em que esteja garantido o respeito pela faculdade de conversão das obrigações em ações. Para a autora não haverá incompatibilidade entre o reembolso antecipado e as obrigações convertíveis nos casos em que a faculdade de conversão possa ser exercida a todo o tempo, a partir de certa data, desde que o reembolso antecipado ocorra depois dessa data. Posição claramente mais ampla, é de ORLANDO GUINÉ, em que fundando seu o argumento na autonomia das partes, e salvaguardando a sua posição recorrendo a uma proibição de condutas abusivas (recorrendo ao 334º do CC) nos diz que, nada obsta a que uma emissão de obrigações em que o direito (do emitente) de reembolso antecipado e o direito (investidor) de pedir a conversão possam ser exercidos a todo o tempo a partir da data de emissão, considerando que ambas as partes podem exercer os seus respetivos direitos a partir dessa data. Da nossa parte, admitindo que a ressalva quanto às condutas abusivas pode levar a aproximar as soluções de ambos os

---

<sup>34</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 933; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 900.

<sup>35</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 112 ss.

<sup>36</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 900.

autores em termos práticos, decidimos seguir esta última posição. O próprio sistema exige, atualmente, esta interpretação mais ampla, sobretudo, se pensarmos no 360º/2/b, introduzido em 2015, que faz aplicar aos valores mobiliários convertidos em ações por iniciativa do emitente o regime das obrigações caso em que a faculdade de reembolso antecipada não suscita dúvidas.

#### 4.3.2. As bases e os termos da conversão

FÁTIMA GOMES<sup>37</sup> diz-nos que “as bases e os termos da conversão podem ser entendidas como 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) ”<sup>38</sup>.

Impõe-se que na deliberação de emissão se especifique igualmente a categoria de ações em que as obrigações se podem converter, o tipo de relação de conversão pretendida (fixa ou variável, única ou múltipla e condições da sua multiplicidade), prazos e modo para exercício do direito de conversão.<sup>39</sup>

Central neste ponto é o facto de as bases e os termos de conversão serem coerentes com o valor nominal das ações e o preço de subscrição das obrigações, não podendo o valor nominal das novas ações ser superior (podendo ser inferior) ao preço de subscrição das obrigações.<sup>40</sup> Admitir o contrário, seria infringir o disposto no art. 298º, nº1. Quando as ações não tenham valor nominal, o valor de emissão das novas ações não poderá ser superior ao valor de subscrição das obrigações, devendo considerar-se a aplicação do disposto no art. 298º, nº3, quando o valor de emissão das novas ações seja inferior ao valor de emissão de ações anteriormente emitidas.<sup>41</sup>

Em relação aos termos de conversão, as condições de emissão poderão prever que a faculdade de conversão seja exercida a todo o tempo ou de tempos a tempos ou apenas a

---

37 Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 95.

39 Desenvolvendo estes temas Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 96 ss.

40 Cf. Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários cit.*, p.174; Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p.110.; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 900; Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 934

41 Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 933.

partir de certa data ou na maturidade apenas ou que os pedidos de conversão entrados durante um período de juros serão liquidados na data de pagamento de juros seguinte.<sup>42</sup> MÁRIO LEITE SANTOS<sup>43</sup>, diz-nos que nada obsta a que se preveja – apesar de não ser habitual – que a conversão ocorrerá na maturidade caso o investidor não se pronuncie expressamente em sentido contrário e exija (até certa data) o reembolso. As partes clausulam, assim, nas condições de emissão o sentido a dar ao silêncio do investidor. FÁTIMA GOMES<sup>44</sup> chama também à atenção para o facto de se poder prever a conversão meramente parcial.

Também tendo em conta o 369º, nº2, deve sempre também deliberar-se sobre o regime de atribuição de dividendos no exercício em que as obrigações se convertem. Por ultimo, considerando o disposto no artigo 101º,C nº4, será ainda aconselhável que a deliberação se pronuncie sobre os direitos especiais dos titulares das obrigações convertíveis em sede de fusão (ou cisão, por remissão do artigo 120º).<sup>45</sup>

4.3.3. Se aos acionistas deve ser retirado o direito previsto no nº1 do artigo seguinte e as razões de tal medida;

Esta disposição refere-se ao direito de preferência dos acionistas. Caso haja supressão do direito de preferência, a deliberação deve ser tomada em separado, justificando-se a medida. Esta solução está em harmonia com o disposto no 460º, a propósito da supressão ou limitação do direito de preferência dos acionistas no aumento de capital por entradas em dinheiro.<sup>46</sup>

4.3.4. A identificação dos subscritores e o número de obrigações a subscrever por cada um, quando a sociedade não recorra a subscrição pública.

Esta alínea exige a identificação dos subscritores e o número de obrigações a subscrever por cada um, embora excepcionando expressamente as situações em que a colocação se dê por subscrição pública (109º), devendo igualmente falar do 110º, do CVM, para

---

42 Ibidem.

43 Cf. Mário Leite Santos, *Obrigações convertíveis. Alguns aspetos do seu regime jurídico*, Revista da Banca (RB) nº19, 1991. p. 156.

44 Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 27.

45 Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 935.

46 Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao artigo 366º, p. 901.

subscrições (ofertas) públicas portuguesas, nos termos do 108º do CVM. A ratio desta exigência parece ser possibilitar aos acionistas conhecer a identidade dos futuros potenciais acionistas (encontrando uma situação parecida no art. 87, nº1, al. g) e nº2 no âmbito dos aumentos de capital).<sup>47</sup> Para terminar, dependendo do tipo de sociedade e da estrutura de participações, pode admitir-se a possibilidade de alguma flexibilidade nesta matéria, nomeadamente prevendo-se apenas classes de subscritores e até intervalos de subscrição por cada classe.<sup>48</sup>

#### 4.4. Deliberação expressa ou implícita de aumento de capital

Em relação à deliberação de emissão de obrigações convertíveis e a uma igualmente necessária deliberação de aumento de capital podemos encontrar duas correntes de opinião: por um lado, aqueles que defendem que o nº3 implica uma deliberação expressa de aumento de capital que deve ser tomada aquando da deliberação de emissão de obrigações<sup>49</sup>; por outro, aqueles que considerando que os requisitos do quórum são os mesmos, que o propósito do nº3 não é obrigar a uma deliberação de aumento de capital, mas antes esclarecer que a deliberação de emissão de obrigações convertíveis já contém em si mesma uma deliberação de aumento de capital no montante necessário à conversão.<sup>50</sup>

Respondendo a esta questão, tomando posição, decidimos seguir as palavras de ANA PERESTRELO OLIVEIRA, que nos diz: “quando são emitidas as obrigações convertíveis, dá-se logo, expressa ou implicitamente, o aumento de capital embora sujeito a termo; contudo, ainda que assim não fosse, resultaria logo, pelo menos, a obrigação de, na data estabelecida, emitir novas ações no preciso valor acordado, praticamente já não existindo margem deliberativa no que se refere à aprovação, bem como ao momento ou ao conteúdo da deliberação de aumento de capital. Precisamente por esse motivo, não vemos a utilidade de exigir essa segunda e autónoma deliberação (sublinhado nosso)”.

---

<sup>47</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. artigo 366º, p. 935.

<sup>48</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao artigo 366º, p. 901.

<sup>49</sup> Cf. Mário Leite Santos, *Obrigações convertíveis. cit.*, p. 152 ss; Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 115 ss; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 901; Paulo Câmara, *Manual cit.*, p. 165.

<sup>50</sup> Cf. Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários cit.*, p.174; Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 936.

#### 4.5. Alteração dos direitos dos obrigacionistas

Concluindo a temática subjacente à deliberação de emissão, atentemos no artigo 366º, nº4. Esta norma diz-nos que “as condições fixadas pela deliberação da assembleia geral dos acionistas para a emissão de obrigações convertíveis só podem ser alteradas, sem o consentimento dos obrigacionistas, desde que da alteração não resulte para esta qualquer redução das respetivas vantagens ou direitos ou aumento dos seus encargos”. Esta norma deve ter-se por geral, por isso acreditamos que está mal inserida sistematicamente.<sup>51</sup> As condições de emissão de que trata este nº4 são algo mais amplo do que as condições dos créditos obrigacionistas. Estas não podem alterar-se sem o consentimento dos obrigacionistas. Quanto a outras condições que se tenham previsto para a emissão de obrigações, o princípio é geral: as mesmas podem ser alteradas, mas não pode daí resultar qualquer redução das vantagens ou direitos ou aumento dos encargos dos obrigacionistas.

#### 5. Direito de Preferência dos Acionistas

O artigo 367º atribui aos acionistas o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis, funcionando como um “sucedâneo”<sup>52</sup> do direito de preferência em aumentos de capital. Há uma antecipação no tempo desse direito<sup>53</sup>, uma vez que, no momento do exercício da faculdade de conversão pelos obrigacionistas, os acionistas já nada podem fazer impedir a alteração da estrutura de participações na sociedade.

É importante reforçar a ideia que, este artigo não é aplicável às obrigações convertíveis noutros valores mobiliários do próprio emitente ou a obrigações permutáveis, sem prejuízo de se poder (não por imposição de lei) mas por determinação dos acionistas (os acionistas podem deliberar ou os estatutos podem prever) uma preferência na subscrição dessas ou outras obrigações a favor deles mesmos.

---

<sup>51</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 366º, p. 937; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 366º, p. 901.

<sup>52</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 163.

<sup>53</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 367º, p. 939; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 367º p. 902.

Por último, lembrar o que já foi dito: o direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis pode ser suprimido ou limitado, tal como previsto no art. 367º, nº2 e no art. 366º, nº2, al. c).

## 6. Mecanismos de Proteção

Neste ponto focaremos a nossa atenção no período de tempo que decorre entre a data da deliberação das obrigações convertíveis e o momento em que é efetuado o direito de conversão ou exigido o reembolso do montante desembolsado na subscrição. Esta primeira parte, a existência da relação de conversão entre as obrigações convertíveis e as ações, leva à “existência de uma especial ligação entre estes dois valores”<sup>54</sup> e cria nos investidores “uma certa expectativa quanto ao objeto a converter”<sup>55</sup>. Por esse motivo, o sistema jurídico Português, prevê vários mecanismos de tutela dos credores obrigacionistas que passaremos a pormenorizar.<sup>56</sup>

### 6.1. Mecanismos Legais

#### 6.1.1. O Artigo 368.º e as “Operações Proibidas”

O artigo 368º, sob a epígrafe “Proibição de alteração na sociedade”, vem tratar, não apenas de proibir certos atos (nº1), mas também, permitir outros em certas condições (nº3), ou com certas consequências (nº2), pelo que a formulação da epígrafe não é a mais correta.

É, também aqui, aplicável às considerações que já fizemos em relação a outros preceitos que regulam as obrigações convertíveis: de que, esta disciplina apenas é aplicável às obrigações convertíveis do capital social emitente, e não às convertíveis em ações que o emitente tenha em outra sociedade.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 143.

<sup>55</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 368º p. 943.

<sup>56</sup> Para as subsequentes considerações utilizaremos, como inspiração, o esquema proposto por Ana Perestrelo Oliveira assente na seguinte tripartição de mecanismos de proteção: i) mecanismos legais; ii) mecanismos contratuais; mecanismo ex bona fide: em Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 163 ss.

<sup>57</sup> Quanto às obrigações convertíveis em ações de outro emitente (obrigações permutáveis) entendemos com Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º p. 904 que “o emitente das obrigações convertíveis fica impedido de votar favoravelmente quaisquer dos atos proibidos

Diz-nos o nº1 do art.º. 368º que “A partir da data da deliberação (sublinhado nosso) da emissão de obrigações convertíveis em ações, e enquanto for possível a qualquer obrigacionista exercer o direito de conversão, é vedado à sociedade emitente (i) alterar as condições de repartição de lucros fixadas no contrato de sociedade, (ii) distribuir aos acionistas ações próprias, a qualquer título, (iii) amortizar ações ou reduzir o capital mediante reembolso e (iv) atribuir privilégios às ações existentes.” Esta é uma lista taxativa de “operações proibidas”<sup>58</sup> pelo legislador português. Para além destas, o art. 131º, 1, d) estabelece ainda a proibição de transformação da sociedade na pendência de obrigações convertíveis (em ações representativas do capital social do próprio emitente).

Apesar do forte argumento literal (a lei emprega o termo “vedado”), alguma doutrina tem colocado em causa a proibição absoluta de praticar alguns destes atos. Vejamos: Para ENGRÁCIA ANTUNES, desde que a sociedade assegure aos obrigacionistas meios adequados de proteção (nomeadamente o exercício de conversão antecipada), não há razão para que esses atos não sejam adotados<sup>59</sup>. Já FLORBELA PIRES avança com uma interpretação restritiva do art. 368.º, n.º1 “no sentido de não considerar proibida a prática dos atos nele previsto quando os mesmos constem das condições da emissão e sejam do conhecimento dos obrigacionistas no momento da subscrição das obrigações ou, posteriormente, autorizados por todos (sublinhado nosso) eles”.<sup>60</sup>

Posto isto, se por um lado podemos facilmente concordar com a interpretação avançada por FLORBELA PIRES, por outro, rejeitamos o argumento avançado por ENGRÁCIA ANTUNES, na medida em que, e seguindo as palavras de FÁTIMA GOMES: “a atribuição de um direito de conversão antecipada não nos parece ser, em princípio, uma solução adequada proteção dos obrigacionistas, que se podem sentir forçados a converter as obrigações em momento não necessariamente favorável, para não terem de suportar os efeitos da adoção de um comportamento proibido”.<sup>61</sup>

---

ou limitados por esta disposição ao nível da sociedade emitente das ações, sob pena de violação direta das condições do empréstimo, quando estas lhe imponham esta limitação, ou por imposição da boa-fé, a qual é aplicável ao emitente das obrigações, na pendência da conversão.

58 Optando pela terminologia de Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p. 145 ss.

59 Cf. José Engrácia Antunes, *Wandel und Optionanleihen in Portugal*, ZGR, 1995.

60 Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 905.

61 Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 146.

Outra solução passaria pela deliberação maioritária nos termos do art. 355º nº7 para obter o consentimento dos obrigacionistas. Contudo, esta hipótese é vedada pela primeira parte do nº9 do mesmo artigo.<sup>62</sup> Por último, a hipótese de obter o consentimento unânime dos obrigacionistas configura mais um caso de prática de um ato proibido pelo nº1 do art. 368º<sup>63 64</sup>.

Quanto às operações proibidas abordaremos as especificidades de cada uma em separado.

#### 6.1.1.1. Alteração das condições de repartição dos lucros

O lucro enquanto fim<sup>65</sup> e “direito essencial da participação dos sócios na sociedade”<sup>66</sup> surge aqui tutelado por mão do legislador. Por isso estabelece o art. 368.º que é “vedado à sociedade emitente alterar as condições de repartição de lucros fixadas no contrato de sociedade”.

Em relação a esta proibição é relativamente pacífico na doutrina que o art. 368º, nº1 se reporta ao critério de participação nos lucros adotado ao abrigo do art. 22º, nº1, referente à alteração estatutária (do critério de participação nos lucros) posterior à emissão das obrigações convertíveis<sup>67</sup>. Mais duvidosa é a possibilidade de o art. 368º, nº1, também fazer remissão para o nº1 do art. 294º referente à cláusula contratual que imponha a distribuição de determinada percentagem dos lucros superior à prevista no 294º, nº1. para FLORBELA PIRES, utilizando o argumento literal que o art. 368º, nº1 fala em “contrato de sociedade” entende que a proibição tanto se aplica ao art. 22º, nº1, como ao art. 294º, nº1. Da nossa parte e concordando com FÁTIMA GOMES a proibição não é extensível à situação prevista no art. 294.º, uma vez que este artigo não contém “em sentido próprio, regras de repartição de lucros, mas tão-só montantes mínimos obrigatoriamente distribuíveis”<sup>68</sup>.

---

62 Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 905.

63 Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 146.

64 Para Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários cit.*, pp. 184-185, não poderá estabelecer-se nenhum mecanismo que flexibilize as proibições absolutas.

65 Como entendimento que o fim da sociedade é o da obtenção de lucro e a intenção da sua divisão pelos sócios v. Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 6º Edição, Coimbra, 2019;

66 Cf. Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Coimbra, 2019 p. 356.

67 Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 147. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 905.

68 Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 147

Ainda a propósito da questão da repartição de lucros, questão interessante prende-se com os direitos especiais<sup>69</sup> ou neste caso às ações privilegiadas<sup>70</sup>, mais concretamente com a possibilidade de a sociedade deliberar a criação de ações preferenciais sem voto.<sup>71</sup> Como estas ações nos termos do art. 341.º n.º 2 do CSC concedem um direito a um “dividendo prioritário” poderíamos considerar que a emissão desta categoria de ações estaria no âmbito de proibição do art. 368.º n.º1, porém acompanhamos FLORBELA PIRES, que remete esta problemática para o âmbito das operações condicionada do art. 368, n.º 3 por considerarmos que como indica a autora “é o regime menos restritivo das operações que a sociedade emitente pode efetuar” e “é um regime que oferece suficientes garantias aos titulares das obrigações convertíveis”. Voltaremos a este problema mais adiante no trabalho quando estudarmos as operações condicionadas.

#### 6.1.1.2. Distribuição aos acionistas de ações próprias

Segundo o n.º1, é também, proibida a distribuição de ações próprias<sup>72</sup> pelos acionistas a qualquer título. Apesar da expressão “a qualquer título” tem sido entendido que a proibição não inclui a atribuição de ações em virtude de aumento de capital por incorporação de reservas, pois tal ato é permitido nos termos do art. 368º, nº3<sup>73</sup>.

#### 6.1.1.3. Amortização de ações

Como ensina COUTINHO DE ABREU, podemos encontrar duas espécies de amortização de ações: “a amortização sem redução do capital social e sem extinção de ações (abreviadamente, amortização-reembolso) e amortização com redução do capital social e extinção de ações (abreviadamente, amortização extinção)”<sup>74</sup>

---

69 Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial cit.*, 197, define os direitos especiais como os “direitos atribuídos no contrato social a certo(s) sócio(s) ou a sócios titulares de ações de certa categoria conferindo-lhes(s) uma posição privilegiada que não pode em princípio ser suprimida ou limitada sem o consentimento dos respetivos titulares”

70 Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades cit.*, p. 447 define as ações privilegiadas como as “participações que conferem aos respetivos titulares vantagens relativamente às situações jurídicas que caracterizam as demais ações, podendo ser diversas categorias, isto é, o acervo dos direitos que concedem ser também diferente”.

71 Sobre esta figura ver: Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades cit.*, p. 456.

72 Sobre esta figura ver: Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades cit.*, p. 464

73 Cf Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 906 e Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 150.

74 Em maior detalhe Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial cit* pp. 379 e 380 e Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades cit.*, p. 540 a 543.

Nos termos do art. 368.º a amortização de ações, com ou sem redução de capital por considerada demasiado lesiva do património do emitente, e que por acarretar também o favorecimento dos acionistas, comprometendo as expectativas dos obrigacionistas, é outra operação proibida pelo legislador.

#### 6.1.1.4. Redução do capital mediante reembolso

A redução de capital mediante reembolso como alerta pertinentemente FÁTIMA GOMES “é uma operação que não parece fazer muito sentido nos casos em que as sociedades tenham recorrido à emissão de obrigações convertíveis, na medida em que significaria que a sociedade não tinha necessidade de recorrer ao endividamento como forma de obtenção de recursos financeiros”<sup>75</sup>.

Mais uma vez não estando perante uma proibição absoluta é defensável a admissibilidade desta operação quando por unanimidade em assembleia geral os obrigacionistas aceitam converter antecipadamente as suas obrigações convertíveis, o que lhes permitindo participar na assembleia acionista que delibera a redução de capital, lhes permite igualmente, caso a redução do capital seja aprovada, participar no reembolso como qualquer acionista.<sup>76</sup>

#### 6.1.2. Operações condicionadas

Determina o nº3 do art. 368º - em relação às operações condicionadas - que “Durante o período referido no nº1 deste artigo, a sociedade só poderá emitir novas obrigações convertíveis em ações, alterar o valor nominal das suas ações, distribuir reservas aos acionistas, aumentar o capital social mediante novas entradas ou por incorporação de reservas e praticar qualquer outro ato que possa afetar os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão desde que sejam assegurados direitos iguais aos acionistas” (sublinhado nosso).

---

<sup>75</sup> Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p. 151.

<sup>76</sup> Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p 152.

Da parte final, podemos concluir, que os atos que não afetem os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão e também os atos que os afetem mas que não resultem na atribuição de quaisquer direitos aos acionistas são permitidos sem limitações. De outra maneira, os atos que possam afetar os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão e atribuam direitos aos acionistas, bem como os atos mencionados no n°3 do art. 368º, apenas poderão ser realizados se forem assegurados direitos iguais aos dos acionistas (excluindo-se os do n°4)<sup>77</sup>. A doutrina realça a consagração de um princípio da igualdade de tratamento entre a posição do acionista e a posição do obrigacionista<sup>78</sup>.

Por fim, para a compreensão desta matéria, note-se que o n°4 do art. 368º deve ser conjugado com o n°3, uma vez que, determina que os obrigacionistas não terão o direito a receber quaisquer rendimentos dos títulos ou de participar em distribuição das reservas em causa relativamente a período anterior à data em que a conversão vier a produzir os seus efeitos. Veremos agora, melhor a relação destes dois preceitos.

À semelhança do que fizemos para as operações proibidas iremos percorrer cada uma das operações condicionadas.

#### 6.1.2.1. Emitir novas obrigações convertíveis

Relativamente à emissão de novas obrigações convertíveis em ações do emitente estas vão afetar os direitos dos obrigacionistas que venham a optar pela conversão, na medida em que, implicam uma alteração ao nível da participação dos obrigacionistas na sociedade. Nas palavras de FLORBELA PIRES, neste caso, a parte final do 368º, n°3 impõe que aos obrigacionistas seja conferido direito de preferência na subscrição de novas obrigações convertíveis, tal como é conferido aos acionistas nos termos do 367º. O direito de preferência respeitante às obrigações convertíveis, não sofre qualquer limitação por parte do n°4 do art. 368º.<sup>79</sup>

---

<sup>77</sup> Ibidem.

<sup>78</sup> Cf. Paulo Câmara, Manual cit., p. 166.

<sup>79</sup> Cf. Florbela Pires, Código das Sociedades Comerciais Anotado cit., anot. ao art. 368º, p. 906, acrescentando a autora que: “Esta solução é correspondentemente aplicável se o emitente pretender emitir obrigações com direito de subscrição de ações e ainda, por remissão do n°5 do 372º -B, ao emitente de obrigações com direito de subscrição de ações, caso pretenda emitir novas obrigações desse tipo ou novas obrigações convertíveis em ações por si emitidas.”

#### 6.1.2.2. Alterar o valor nominal das ações

No caso da alteração do valor nominal das ações (sem aumento ou redução do capital) deverá ser efetuado um ajustamento da relação de conversão, sob pena de lesão do direito de conversão dos obrigacionistas<sup>80</sup>.

#### 6.1.2.3. Distribuição de reservas

O art. 368º, nº3 prevê, em separado do aumento de capital a distribuição de reservas aos acionistas, impondo o tratamento igualitário entre estes e os obrigacionistas. Por sua vez, o nº4, afirma que o direito a tratamento igualitário previsto na parte final do nº3 não abrange, além do direito a receber quaisquer rendimentos dos títulos, o direito de participar em distribuição das reservas em causa relativamente a período anterior à data em que a conversão vier a produzir os seus efeitos. Face ao exposto, parece surgir uma contradição que precisamos de resolver. Para dar resposta seguimos a linha de pensamento de OSÓRIO DE CASTRO, e entendemos que a forma de ultrapassar o problema passa por considerar que o nº4, do art. 368º se aplica quando, por via do nº3, foi já atribuído aos obrigacionistas o direito de adquirir as ações da sociedade, caso em que as mesmas não lhes conferem o direito a quaisquer rendimentos, nem à distribuição das reservas que eventualmente ocorra na pendência da conversão, e não ao problema de saber em que momento devem as reservas previstas no nº3 ser entregues<sup>81</sup>. Concluimos, dessa forma, que o nº4 é inaplicável à distribuição de reservas prevista no nº3, as quais devem ser distribuídas equitativamente entre os acionistas e os obrigacionistas, por força da parte final do mesmo número. Relativamente ao momento em que as reservas devem ser entregues aos obrigacionistas, é de entender que deve aguardar-se pela conversão das obrigações<sup>82</sup>.

#### 6.1.2.4. Aumento de capital por novas entradas

No aumento de capital por novas entradas, o tratamento igualitário implica que aos obrigacionistas seja conferido o direito de preferência na subscrição do aumento de

---

<sup>80</sup> Cf Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 907.

<sup>81</sup> Cf. Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários cit.*, p. 189.

<sup>82</sup> Cf Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 907.

capital, em termos idênticos ao conferido aos acionistas. O problema, agora aqui, prende-se com o momento em que tal direito deve ser exercido. A hipótese de ser em simultâneo com o aumento de capital tem a vantagem de permitir à sociedade a realização imediata de todo o aumento do capital e bem assim a comunicação aos acionistas dos direitos de preferência que os obrigacionistas não pretendem exercer. Contudo, impossibilita a distinção entre os obrigacionistas que venham a optar pela conversão e os que o não façam, como exige o 368º, nº3. Como forma de superar este entrave, e sem prejuízo de a doutrina se pronunciar pelas dificuldades operacionais de tal entendimento, considera-se que seja preferível que o direito de subscrição preferencial apenas ocorra aquando da conversão das obrigações para o aumento de capital complementar de execução diferida, deliberado simultaneamente.<sup>83</sup> A supressão ou limitação do direito de preferência deverá ser deliberada pelos acionistas, no que diz respeito ao seu direito, e pelos obrigacionistas, no tocante ao aumento de capital complementar. Nos termos do art. 368º, nº4, as ações assim atribuídas aos obrigacionistas não dão elas próprias direito a rendimentos ou à distribuição de reservas, no período anterior à conversão. ORLANDO VOGLER GUINÉ como forma de ensaiar uma aproximação à primeira solução apresentada refere que poderia ser “mais prático abrir *ab initio* a subscrição (preferencial) aos titulares de obrigações convertíveis, podendo eventualmente admitir-se esse caso que seja exigido um compromisso de exercício do direito de conversão aos obrigacionistas interessados em acorrer à subscrição dos novos valores mobiliários, conjugando ou não com o bloqueio das obrigações convertíveis por iniciativa do titular nos termos do art. 72º, 2, a) do CVM (quando o regime aplicável seja o escritural)<sup>84</sup>

#### 6.1.2.5. Aumento do capital por incorporação de reservas

Em relação ao aumento de capital por incorporação de reservas temos de distinguir consoante o mesmo seja efetuado por alteração do valor nominal das ações, - caso em que a atribuição de direitos iguais aos obrigacionistas ocorrerá, *ipso facto*, através da entrega, aquando da conversão, de ações com o valor nominal aumentado, - dos casos de emissão de novas ações. Neste último caso, a igualdade pressupõe uma alteração da base de conversão das obrigações em ações, recebendo o obrigacionista mais ações, no momento

---

<sup>83</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, pp. 166-167; Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 907.

<sup>84</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 368º, p. 946.

da conversão.<sup>85</sup> Também aqui, cumpre lembrar que, nos termos do 368º, 4, as ações assim atribuídas não dão elas próprias direito a rendimentos ou à distribuição de reservas, no período anterior à conversão.

#### 6.1.2.6. Fusão

Por último, na nossa análise, abordaremos o caso da fusão e cisão como operações condicionadas. O facto de o art. 120º fazer aplicar à cisão de sociedades, com as necessárias adaptações, o disposto relativamente à fusão, faz com que as próximas considerações que teceremos a propósito do regime da fusão (101º-A a 101º-C) sejam aplicáveis à cisão por força desta remissão. No caso de ocorrerem um destes dois eventos, pode acontecer que, se apliquem as duas formas de tutela aos titulares de obrigações convertíveis: o direito de oposição e o direito a tratamento igualitário. As duas tutelas são abstratamente cumuláveis, uma vez que o art. 101º-C tutela contra prejuízos relativos aos juros e ao reembolso, ao passo que o 368º, nº3 tutela contra prejuízos relativos à conversão em ações<sup>86</sup>. Diz o 101º-C, nº4 que “Os portadores de obrigações ou outros títulos convertíveis em ações ou obrigações com direito de subscrição de ações gozam, relativamente à fusão, dos direitos que lhes tiverem sido atribuídos para essa hipótese, gozando do direito de oposição, nos termos deste artigo, se nenhum direito específico lhes tiver sido atribuído.”. Diz-nos o artigo que caso não tenha sido atribuído nenhum direito específico aos portadores de tais títulos, estes gozam do direito de oposição, nos termos do referido artigo. No caso das obrigações convertíveis a tutela convencional afasta *ipso iure* o direito de oposição legal<sup>87</sup>. Ou como diz mais assertivamente FLORBELA PIRES, “o 101º-C/4 remete para as condições da emissão a atribuição de direitos aos titulares de obrigações convertíveis”<sup>88</sup>. Importante reforçar agora a ideia de que só se verifica o afastamento do direito de oposição quando as formas de tutela alternativas sejam de índole convencional e não legal, “pois se assim não fosse deixaria de fazer sentido a parte final do preceito (101º-C, nº4); a lei não poderia referir-se ao caso de a própria lei não ter atribuído algum direito específico”<sup>89</sup>. Por tudo isto, entendemos,

---

<sup>85</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 908.

<sup>86</sup> Cf. Melanie Nogueira Gomes, *Reflexões sobre a Tutela dos Credores Obrigacionistas na Fusão de Sociedades*, Coimbra, 2017, p. 147.

<sup>87</sup> *Ibidem*.

<sup>88</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 908.

<sup>89</sup> Raúl Ventura, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 3ª reimp., 1ª edição, Coimbra, 2006, p. 208.

que o direito de oposição apenas será afastado pela tutela convencional, não considerando que possa ser afastada a proteção conferida pelo 368º, nº4 (por ser de fonte legal) e temos por cumuláveis as duas normas. FÁTIMA GOMES, não concorda com este entendimento e por isso entende que neste caso “será o regime contratualmente estabelecido o aplicável à proteção dos titulares das obrigações convertíveis, não havendo lugar à aplicação do processo de oposição à fusão nem à proteção decorrente do princípio de tratamento igualitário em relação aos acionistas, consagrado no nº3 do 368º”<sup>90</sup>. O direito de oposição previsto no 101º-A a 101º-C apenas conferem aos credores o direito ao reembolso do crédito ou a prestação de caução, deixando por tratar, o direito de conversão<sup>91</sup>, o qual deve, contudo, extrair-se dos direitos reconhecidos pelo art. 368º, nº3<sup>92</sup>. Estes direitos variam consoante a operação e a modalidade, pelo que distinguiremos várias situações<sup>93</sup>: a fusão por incorporação, sendo o emitente das obrigações convertíveis (i) a sociedade incorporante ou (ii) a sociedade incorporada, (iii) a fusão por constituição de nova sociedade, (iv) a cisão parcial sem transferência do empréstimo obrigacionista ou (v) com transferência do empréstimo obrigacionista. Vejamos cada um deles:

No primeiro caso, pelo facto de a operação não envolver qualquer atribuição de direitos aos acionistas atuais (apesar de afectar indiretamente os obrigacionistas em virtude da entrada de outros acionistas na sociedade) o 368º, nº3 não determina a atribuição de quaisquer direitos aos titulares das obrigações convertíveis.

De outra maneira, no segundo caso, sendo a emitente das obrigações incorporada, impõe-se modificar as condições do empréstimo de modo a que as obrigações emitidas passem a ser convertíveis em ações da sociedade incorporante, em termos que respeitem a anterior relação de conversão e a relação de troca de ações, entre a sociedade incorporante e a sociedade incorporada. Idênticas considerações valem para a fusão por constituição de nova sociedade, pois as ações do emitente deixam de existir, para serem substituídas por ações da nova sociedade.

Na cisão, sem transformação do empréstimo obrigacionista para a sociedade beneficiária, devem ser atribuídos aos obrigacionistas ações desta, em termos equivalentes aos atribuídos aos acionistas da sociedade cindida, com a diferença de as ações só serem

---

<sup>90</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 190.

<sup>91</sup> Sobre este ponto detalhadamente: Melanie Nogueira Gomes, *Reflexões sobre a Tutela dos Credores Obrigacionistas na Fusão de Sociedades*, Coimbra, 2017, p. 149.

<sup>92</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 908.

<sup>93</sup> Seguiremos a formulação adotada por Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 908.

atribuídas aos obrigacionistas que optem por exercer o direito de conversão das obrigações.

Por último, havendo cisão com transmissão do empréstimo para a esfera jurídica da sociedade beneficiária, haverá uma alteração das condições de emissão das obrigações convertíveis que passam a converter-se em ações desta sociedade. Contudo, acrescenta-se que a igualdade impõe que sejam ainda assim atribuídas às obrigacionistas ações da sociedade cindida, de modo a manter-se a relação inicialmente existente entre acionistas, obrigacionistas e património social.<sup>94</sup>

### 6.1.3. Operações permitidas

Depois de analisarmos as operações proibidas e as operações que são permitidas com determinadas condições, concluímos a nossa análise do mecanismo legal, com aquelas operações em que, existe liberdade de atuação, sem subordinação à observância de quaisquer restrições.

Sobre a redução do capital em consequência de perdas, estabelece o art. 368º, nº2 que, os direitos dos obrigacionistas que optem pela conversão reduzir-se-ão correlativamente (proporcionalmente), como se esses obrigacionistas tivessem sido acionistas a partir da data da emissão das obrigações. Esta disposição deve ser objeto de interpretação restritiva, visto que, no caso de a redução do capital se efetuar por redução do valor nominal das ações, não haverá necessidade de ajustar a base de conversão. Tal só assim não será nas hipóteses menos prováveis de se adotar uma base variável ou nos casos em que a redução do capital se efetue por redução de ações ou reagrupamento<sup>95</sup>.

As operações que agora trataremos – plano de recuperação ou de insolvência e dissolução- encontram o seu suporte legal no art. 372º.

No nº1 estabelece-se que sendo aprovado o plano de recuperação ou de insolvência de sociedade emitente de obrigações convertíveis, pode o direito de conversão das obrigações em ações ser exercido imediatamente após homologação do plano, nas condições nele estabelecidas. Estamos perante uma possibilidade dada aos obrigacionistas e não de uma obrigação.<sup>96</sup>

---

<sup>94</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, pp- 908-909.

<sup>95</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 368º, p. 906.

<sup>96</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 372º, p. 960.

O outro problema está associado à possibilidade de a sociedade emitente das obrigações convertíveis se dissolver e entrar em liquidação. O nº2 do art. 372º determina que se a sociedade emitente de obrigações convertíveis se dissolver, sem que isso resulte de fusão, podem os obrigacionistas, na falta de caução idónea, exigir o reembolso antecipado, o qual, todavia, lhes não pode ser imposto pela sociedade. Se a sociedade vier a dissolver, podem os obrigacionistas ver alguns dos seus direitos garantidos, nomeadamente o direito ao reembolso, através da prestação de caução. Se a sociedade não prestar caução idónea, os obrigacionistas podem requerer o reembolso antecipado<sup>97</sup>.

## 6.2. Mecanismos Contratuais

O nº5 do art. 368º - introduzido pela Reforma de 2006 estabelece que “em sociedades emitentes de valores mobiliários emitidos à negociação em mercado regulamentado, a proteção dos titulares de obrigações convertíveis pode, em alternativa, ser efetuada através de cláusulas de reajustamento automático da relação de conversão que salvaguarde a integridade do interesse económico dos titulares em condições equitativas.” Estamos perante, pois, uma alternativa ao dispor de certas sociedades.

Estamos perante as chamadas “cláusulas de não diluição” (*anti-dilution provisions*), desenhadas para proteger os titulares de valores convertíveis perante uma multiplicidade de eventos<sup>98</sup>. Com estas cláusulas consegue-se, nas obrigações convertíveis, proteger o valor do direito de conversão.<sup>99</sup> A diluição representa a diminuição de alguma coisa e, quando aplicada às obrigações convertíveis, pode revestir dois tipos: uma diluição da percentagem de capital representado pelas ações a adquirir (*percentage dilution*) ou uma diminuição do valor económico destas futuras ações – diminuição do valor do investimento - (*economic dilution*)<sup>100</sup>.

Como alerta ANA PERESTRELO OLIVEIRA, “podem estas cláusulas contratuais (as referidas *anti-dilution provisions*) estar implícitas na emissão”<sup>101</sup>.

---

<sup>97</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 212.

<sup>98</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 164.

<sup>99</sup> Cf. Michael A. Woronoff/Jonathan A. Rosen, *Understanding anti-dilution provisions in convertible securities*, *Fordham Law Review*, vol. 74 (2005), p. 104, disponível em <http://ssrn.com/abstract=702581>.

<sup>100</sup> Cf. Michael A. Woronoff/Jonathan A. Rosen, *Understanding cit.*, pp. 106-108.

<sup>101</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 165.

### 6.3. Mecanismo *Ex Bona Fide*

Apesar da proteção conferida por lei acrescida da possibilidade de fixação de cláusulas de não diluição, em certas situações acreditamos que o próprio princípio da boa-fé reclama a proteção dos titulares das obrigações convertíveis, tutelando a sua confiança e posição substancial.<sup>102</sup>

Em termos mais gerais, tem sido verificado pela doutrina uma crescente influência dos credores sobre a sociedade<sup>103</sup>, o que inclusive já justificou a designação dos financiadores como o “terceiro poder”<sup>104</sup>. Seguindo as palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, estamos perante “uma reconstrução de paradigma de *corporate governance* que passa pela consideração de outros interesses relevantes na sociedade para além do interesse dos acionistas (sem contudo, diluir este último)”<sup>105</sup>.

No âmbito das obrigações convertíveis não está em causa o controlo efetivo do órgão de administração pelos obrigacionistas que “se convolam de outsiders em insiders”<sup>106</sup>, mas sim, a “necessidade tradicional de proteção dos credores perante os insiders”<sup>107</sup>, associada à “posição de pré-socialidade (*Vormitgliedshaft*) em que se encontram – aliado, ainda, à sua desproteção decorrente de não poderem lançar imediatamente mão dos normais”<sup>108</sup>. Por isso, ao lado, da defendida existência de deveres de lealdade da sociedade para com os credores obrigacionistas (em geral)<sup>109 110</sup>, nos parece correto o entendimento que esta proteção acrescida/especial –dos deveres de lealdade - faz, tanto ou mais sentido, no caso das obrigações convertíveis.<sup>111</sup>

---

<sup>102</sup> Ibidem

<sup>103</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades*, Reimp. da 1ª edição, Coimbra, 2018, p. 27.

<sup>104</sup> Cf. Gabriela Figueiredo Dias, *Financiamento e governo das sociedades (debt governance): o terceiro poder*, em III Congresso DSR, 2014, p. 363.

<sup>105</sup> Cf. Gabriela Figueiredo Dias, *Financiamento e governo das sociedades cit.*, p. 365.

<sup>106</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades cit.*, p.25.

<sup>107</sup> Ibidem.

<sup>108</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 165.

<sup>109</sup> De forma muito elucidativa Paulo Câmara frisa que a proteção dos obrigacionistas robustece a confiança nos mercados, facilita a obtenção de meios alternativos de financiamento e favorece a otimização do desempenho da sociedade, em Paulo Câmara, *O regime jurídico das obrigações e a proteção dos credores obrigacionistas*, *RFDUL*, vol. XLIV, nº1 e 2, 2003, p. 123.

<sup>110</sup> David M. W. Harvey, *Bondholders' Rights and the Case for a Fiduciary Duty*, *St. John's Law Review*, Vol. 65, 2012, disponível em <http://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol65/iss4/2>.

<sup>111</sup> Uma posição que é intensificada, no nosso entender, no caso dos valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis (VMOCs). Também Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 169.

Concluído, seguindo as palavras de ANA PERESTRELO OLIVEIRA, “os deveres de lealdade para com os titulares das convertíveis têm um alcance múltiplo, correspondendo, em termos gerais, a uma proibição de causar danos (conteúdo passivo) e ao dever de praticar os atos e tomar as medidas necessárias à conservação da posição dos futuros sócios (conteúdo ativo).<sup>112</sup>

## 7. Atribuição de juros e de dividendos

### 7.2 Juros

O nº1 do artigo 369º diz que “Os obrigacionistas têm direito aos juros das respetivas obrigações até ao momento da conversão”. O artigo é algo redundante. A conversão é uma alternativa ao reembolso do capital. Ora, não optando pela conversão a obrigação convertível segue na data de maturidade o regime geral aplicável às obrigações: é devido o capital, sendo (habitualmente) pago postecipadamente o juro relativo ao último período de juros.<sup>113</sup>

O art 369º nº1, desde a sua génese – que corresponde ao art. 9º, nº1 do DL 397/71-, até 2015 dispunha que “Os obrigacionistas têm direito aos juros das respetivas obrigações ate ao momento da conversão, o qual, para este efeito, se reporta sempre ao termo do trimestre em que o pedido de conversão é apresentado (sublinhado nosso)”. Esta segunda parte do artigo, que previa que o momento da conversão para efeito do regime não era o momento da efetiva conversão, mas sim o termo do trimestre em que o pedido de conversão era apresentado, era algo controvertido na doutrina. A norma criava situações em que o investidor poderia ter direito a receber um montante de juros devidos ao abrigo das obrigações convertíveis numa altura em que seria já acionista (nas situações em que a efetiva conversão em capital social ocorreria em momento anterior ao termo do trimestre em que seria apresentado o pedido de conversão), bem como poderia suceder que o investidor, ainda sendo obrigacionista, não teria (durante um certo período) direito

---

<sup>112</sup> Cf. Ana Perestrelo Oliveira, *Manual de Corporate Finance cit.*, p. 165.

<sup>113</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 369º, p. 950.

a quaisquer juros (naquelas situações em que a efetiva conversão em capital se dava após o termo do trimestre em que era apresentado o pedido de conversão).<sup>114 115</sup>

A Reforma operada em 2015 acabou (e bem) por proceder a uma clarificação necessária “apagando” esta segunda parte do artigo.

## 7.2 Dividendos

A distribuição dos lucros é uma matéria muito importante no direito das sociedades e tem merecido o exame atento – e profícuo - da doutrina nacional. Também no âmbito das obrigações convertíveis este tem sido tema de muita análise. O art. 369º, nº2 estipula que “das condições de emissão deve constar (sublinhado nosso) 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”. A expressão “deve constar” introduzida pela reforma de 2015 veio dar um novo sentido ao artigo que antes principiava dizendo o seguinte: “Das condições da emissão constará sempre (sublinhado nosso)”. A primeira conclusão a retirar passa pela intenção do legislador suavizar esta matéria, retirando a imperatividade<sup>116</sup> ao preceito, tornando-o mais maleável à vontade das partes. Apesar da alteração, nem por isso, o regime da atribuição de dividendos perde um lugar central na questão, porque caso as partes nada estipulem nas condições de emissão prescreve o recente (reforma de 2015) nº3, do art. 369º que “as novas ações atribuem direito a dividendos nos mesmos termos das ações da mesma categoria já existentes”.

Em matéria de dividendos o legislador alterou a locução “constará sempre” que estava na anterior redação e substituiu-a pela expressão “deve constar”. Superficialmente, a primeira nota conclusiva que retiramos é de que a imperatividade alegada pela doutrina deixa agora de fazer efeito. Como tivemos oportunidade de expor, não acreditamos que esta solução tenha sido inocente. Através desta alteração o legislador vem acabar por resolver uma discussão doutrinal que já muita tinta tinha feito correr: saber se a disposição se refere aos dividendos do exercício da conversão ou aos dividendos distribuídos no

---

<sup>114</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. artigo 369º, p. 950.

<sup>115</sup> Defendendo uma interpretação parcialmente abrogante da norma v. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, p. 111; De outra perspetiva, no sentido de que a norma deve ser entendida de forma supletiva v. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 369º, p. 910.

<sup>116</sup> Reconhecendo a imperatividade do preceito à luz da anterior redação do art. (antes da reforma de 2015) v. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 369º, p. 910.

exercício da conversão (dividendos do exercício anterior ou dividendos desse exercício distribuídos antecipadamente). Como deixámos explicitado supra acreditamos que ao abrigo da vontade das partes tanto uma situação como outra podem ser contempladas nas condições de emissão (com algumas limitações)

Da leitura do art. 369, nº2 tem sido suscitada na doutrina a dúvida de saber se a disposição se refere aos dividendos do exercício da conversão ou aos dividendos distribuídos no exercício da conversão (dividendos do exercício anterior ou dividendos desse exercício distribuídos antecipadamente). FÁTIMA GOMES no seguimento do primeiro entendimento diz-nos que as novas ações não participam nos lucros relativamente à data anterior à conversão das obrigações, sustentando a sua opinião no nº4 do art. 368º do CSC, entendendo este preceito como um princípio geral que deverá nortear a orientação do intérprete<sup>117</sup>. Por sua vez, FLORBELA PIRES sustenta que os dividendos do exercício da conversão serão distribuídos aos acionistas no exercício seguinte, altura em que os obrigacionistas em causa serão acionistas, não vislumbrando por isso questões a resolver sobre esta matéria. No seu entender, a disposição ganha interesse, quando admitimos que o art. 369º, nº2 se refere aos lucros distribuídos no exercício da conversão (quer se trate de lucros do exercício anterior, quer da distribuição antecipada de lucros daquele exercício), por uma dupla razão: por um lado, possibilita a compatibilização entre o momento da conversão e o momento do aumento de capital fixado no art. 370º; por outro, permite ainda favorecer a posição dos obrigacionistas, uma vez que a sociedade compromete-se a reservar-lhes determinada quota de participação nos lucros distribuídos no exercício da conversão ainda antes de ela ter lugar, dando mais margem de liberdade de escolha do momento – uma vez que, independentemente do trimestre em que escolhem converter têm sempre direito ao dividendo – e tornando-se, dessa forma, ainda mais atrativos<sup>118</sup>.

Para concluir, e apesar de acompanharmos este último entendimento acreditamos que não é o que melhor resolve a questão. Com ORLANDO VOGLER GUINÉ, a nossa posição passa for afirmar a possibilidade de nas condições de emissão – no exercício da autonomia privada – as partes preverem um regime especial tanto para os dividendos do exercício da conversão como para os dividendos distribuídos no exercício da conversão, desde que as novas ações não atribuam um direito por ação qualitativamente superior ao direito inerente às ações anteriormente existentes relativamente ao exercício de conversão e no

---

<sup>117</sup> Cf. Fátima Gomes, *Obrigações cit.*, 233.

<sup>118</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 369º, p. 910.

seguinte e não se preveja que às novas ações é vedado quinhonar nos lucros distribuídos no exercício de conversão e no seguinte.<sup>119</sup> A esta interpretação acreditamos ser benéfica a mudança referida supra no preceito legal que abre caminho a que se possa contemplar estas duas hipóteses.

## 8. Formalização e registo do aumento de capital

O art. 370º com o proémio dedicado à formalização e registo de aumento de capital foi, também ele, objeto de algumas alterações por mão do DL nº26/2015, de 6 de fevereiro. Destacamos as alterações aos nº1 e nº4 que passaram a permitir expressamente fixar nas condições de emissão prazos mais curtos do que aqueles que estão consagrados nesses preceitos. Fica sem efeito este artigo se ao emitente for possível satisfazer os pedidos de conversão com ações existentes, conforme previsto no art. 371º nº2.

A formalização e o registo do aumento de capital há-de seguir uma de três modalidades, consoante o que tenha sido previsto nas condições da emissão: i) a conversão de uma só vez e em determinado momento (nº1, a)); ii) em vários intervalos de tempo ao longo da vida do empréstimo (nº1, b)); iii) e a todo o tempo contado de data (nº2)<sup>120</sup>.

O nº3 do art. 370º diz o momento em que a conversão se tem por efetuada. Apesar de no artigo se referir “a todos os efeitos” como vimos há pelo menos um efeito em que a regra (a data da conversão) é diversa: o do direito aos dividendos distribuídos no exercício da conversão<sup>121</sup>

Realizada a conversão deve ser inscrito o aumento de capital no registo comercial no prazo de dois meses a contar da data das declarações dos nºs1 e 2, podendo as condições da emissão fixar um prazo mais curto, conforme resulta do nº4 do art. 370.

## 9. Emissão de ações para conversão de obrigações

---

<sup>119</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 369º, p. 951.

<sup>120</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 370º, p. 913.

<sup>121</sup> Cf. Florbela Pires, *Código das Sociedades Comerciais Anotado cit.*, anot. ao art. 370º, p. 913; Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 370º, p. 951.

Mais uma vez, a reforma de 2015, veio trazer alterações substanciais nesta temática. A anterior redação estabelecia o prazo de 180 dias para entrega aos titulares das ações tituladas nominativas, ao passo que, para as ações escriturais o registo em conta das novas ações era feito imediatamente após o registo comercial do aumento de capital.<sup>122</sup> O legislador no seu art. 370º, nº1 veio consagrar um regime comum a ambos passando a entrega das ações tituladas e a inscrição no registo em conta dever ser feita “imediatamente após o registo comercial”.

O nº2 do artigo vem dizer que caso a sociedade disponha de ações próprias suficientes para satisfazer todos os pedidos de conversão, os mesmos podem ser satisfeitos mediante a entrega de ações próprias que se encontrem disponíveis para o efeito. Importa esclarecer que este artigo não obriga à utilização de ações próprias para liquidar as conversões, abre antes a porta a essa possibilidade – não se trata de uma obrigação. Também acreditamos ser possível que nas condições de emissão se imponha que a conversão seja realizada por via do aumento de capital<sup>123</sup>

## 10. Conclusão

Depois do estudo dos principais problemas de regime em confronto com a lei e com alguma da doutrina que sobre o tema se se debruçou, é altura de, em balanço, espelhar as principais conclusões deste trabalho.

- I- Primeiramente referir que, os Valores Mobiliários Convertíveis, com as obrigações convertíveis à cabeça, são hoje, um importante instrumento para as sociedades comerciais.
- II- O conceito de obrigação convertível e as suas características base serviram de “molde” a um conjunto mais vasto e cada vez mais utilizados de Valores Mobiliários Convertíveis, tais como, os reverse convertibles, as *exchangeable bonds*, os VMOCs, os CoCos, ou as Convertible Notes.

---

<sup>122</sup> Sobre esta diferença e analisando criticamente a anterior opção legislativa v. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. artigo 371º, p. 956.

<sup>123</sup> Cf. Orlando Vogler Guiné, *Código das Sociedades em Comentário cit.*, anot. art. 371º, p. 958.

- III- O DL nº26/2015 veio esclarecer no art. 365º, nº2 que as ações que resultem da conversão podem ser ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto e, positivando aquilo que já eram o entendimento de larga maioria da doutrina.
- IV- Mais uma vez, com a alteração legislativa de 2015 o legislador vem tomar posição, de forma a resolver uma “querela doutrinal” antiga, atribuindo a possibilidade de, mediante autorização do contrato de sociedade, o órgão de administração decidir sobre a emissão de obrigações convertíveis.
- V- Em relação à necessidade de deliberação expressa de aumento de capital entendemos que não existe utilidade nenhuma nesta “segunda e autónoma deliberação”, uma vez que esta pelo menos de forma implícita na deliberação de emissão de obrigações convertíveis.
- VI- Os Mecanismos de proteção são um pilar base deste regime, sendo que a realidade societária, além dos mecanismos legais, tem trazido à colação também mecanismos contratuais que asseguram uma proteção ainda mais forte aos titulares de obrigações convertíveis.
- VII- Ainda, relativa à proteção dos obrigacionistas destacamos de forma inegável a existência de deveres de lealdade para com estes fundamentados: (i) na proteção tradicional dos credores, como pilar do direito societário, (ii) na posição de pré-socialidade em que estes se encontram e (iii) no facto de – ainda- não poderem lançar mão dos mecanismos “normais” ao alcance dos sócios.
- VIII- Em relação ao direito aos juros, a reforma veio abolir a segunda parte do art. 369º, nº1 que estabelecia que o momento da conversão se reportava sempre ao termo do trimestre em que o pedido de conversão era apresentado. Esta parte final era unanimemente criticada pelas situações duvidosas que na prática suscitava.
- IX- Em matéria de dividendos, o legislador alterou a expressão “constará sempre” que estava na anterior redação e substituiu-a pela expressão “deve constar”. Superficialmente, a primeira nota conclusiva que retiramos é de que a imperatividade alegada pela doutrina deixa agora de fazer sentido. Como tivemos oportunidade de expor, não acreditamos que esta solução tenha sido inocente. Através desta alteração o legislador vem acabar por resolver uma discussão doutrinal que já muita tinta tinha feito correr: saber se a disposição

se refere aos dividendos do exercício da conversão ou aos dividendos distribuídos no exercício da conversão (dividendos do exercício anterior ou dividendos desse exercício distribuídos antecipadamente). Como deixámos explicitado supra, acreditamos que ao abrigo da vontade das partes tanto uma situação como outra podem ser contempladas nas condições de emissão (com algumas limitações).

- X- Em matéria de formalização e registo do aumento de capital, a reforma aumentou a autonomia das partes, uma vez que passou a permitir fixar nas condições de emissão prazos mais curtos do que aqueles que, até então, estavam legalmente consagrados.
- XI- Por último, na emissão de ações para conversão de obrigações, antes da Reforma de 2015, o legislador estabelecia que o prazo para a entrega aos titulares de ações tituladas nominativas era de 180 dias, ao passo que, para as ações escriturais, o registo em conta das novas ações era feito imediatamente após o registo do aumento de capital. A lei passou a consagrar para ambas as figuras esta última solução, procedendo assim, a uma simplificação que já era apontada, pela doutrina, como necessária.

## 11. Bibliografia

ABREU, JORGE COUTINHO DE - Curso de Direito Comercial, Vol. II, 6º Edição, Coimbra, 2019.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA – Os Instrumentos Financeiros, Reimpressão da 3º Edição, Coimbra, 2018.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA - Wandel- und Optionsanleihen in Portugal, ZGR, 1995.

BASTOS, MIGUEL BRITO - A elegibilidade de valores mobiliários condicionalmente convertíveis em ações comuns (contigent convertibles) como fundos próprios de instituições de crédito na transição para Basileia III, em Paulo Camara/Manuel Magalhães (coord.), O Novo Direito Bancário, Almedina, Coimbra 2012.

CÂMARA, PAULO - Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4ª edição, Coimbra, 2018.

CÂMARA, PAULO - O regime jurídico das obrigações e a proteção dos credores obrigacionistas, RFDUL, vol. XLIV, nº1 e 2, 2003.

CASTRO, CARLOS OSÓRIO - Valores Mobiliários. Conceitos e espécies, 2ª edição, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 1998.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – Manual de Direito das Sociedades II – Das Sociedades em especial, vol. II, 2ª ed., Coimbra, 2007.

CUNHA, PAULO OLAVO - Direito das Sociedades Comerciais, 7ª Edição, Coimbra, 2019.

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO - Financiamento e governo das sociedades (debt governance): o terceiro poder, em III Congresso DSR, 2014.

GOMES, FÁTIMA; Obrigações Convertíveis em Acções, Universidade Católica Editora, Lisboa, 1999.

GOMES, NOGUEIRA MELANIE - Reflexões sobre a Tutela dos Credores Obrigacionistas na Fusão de Sociedades, Coimbra, 2017.

GREEN, JOSEPH M. / COYLE, JOHN F. - Crowdfunding And The Not-So-Safe Safe, Virginia, 2016, in Law Review Online Vol. 102, pp.168 – 182 disponível em SSRN em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2830213](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2830213).

GREEN, JOSEPH M. / COYLE, JOHN F. - The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts, Minnesota Law Review Headnotes, Vol. 42, 2018 disponível em SSRN em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3230352](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3230352).

GREEN, JOSEPH M. / COYLE, JOHN F. - Contractual Innovation In Venture Capital, Hastings Law Journal, Vol. 66, . p 133, 2014, disponível em SSRN em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417431](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417431).

GUINÉ, ORLANDO VOGLER - “O financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as ações e as obrigações)”, I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2011.

GUINÉ, ORLANDO VOGLER - Código das Sociedades Comerciais em Comentário (org. Coutinho de Abreu), Vol. V, Coimbra, 2012, anot. aos arts. 365.ºss.

HARVEY, DAVID M. W. - Bondholders' Rights and the Case for a Fiduciary Duty, St. John's Law Review, Vol. 65, 2012, disponível em <http://scholarship.law.stjohns.edu/lawreview/vol65/iss4/2>.

LARGUINHO, MARISA - Alterações de 2015 ao Regime das Obrigações no CSC: Algumas Questões Resolvidas e por Resolver, DSR ano 8 vol. 15, Coimbra, 2016.

LAURENT, SANDRA - Convertible debt and preference share financing: an empirical study, disponível em <http://ssrn.com/abstract=668364>.

MAGENNIS, DARREN / WATTS, EDWARD / WRIGHT, SUE - Convertible Notes: The Debt Versus Equity Classification Problem in Journal of Multinational Financial Management, 1998.

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO - Manual de Corporate Finance, Reimpressão da 2ª Edição de 2015, Coimbra, 2017.

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO - Manual de Governação das Sociedades, Reimp. da 1ª edição, Coimbra, 2018.

PIRES, FLORBELA - Código das Sociedades Comerciais Anotado (org. Menezes Cordeiro), 2ª edição, Coimbra, 2011, anot. aos arts. 365.º ss.

ROGGI, OLIVIERO / GIANNOZZI, ALESSANDRO / MIBELLI, LUCA - CoCo Bonds, Conversion Prices and Risk Shifting Incentives. How Does the Conversion Ratio Affect Management's Behaviour?, in Financial Markets, Institutions & Instruments, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc., 2013.

SANTOS, HUGO MOREDO/GUINÉ, ORLANDO VOGLER - Comentário preliminar às alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações, DSR, ano 7 vol. 13, Coimbra, 2015.

SANTOS, MÁRIO LEITE – “Obrigações convertíveis. Alguns aspetos do seu regime jurídico”, Revista da Banca (RB) nº19, 1991.

SASSO, LORENZO - Capital Structure and Corporate Governance: The Role of Hybrid Financial Instruments, International Banking and Finance Law Series, 2013.

TELES, JOÃO MACHADO, Instrumentos de fundos próprios adicionais de nível 1: os contingent convertibles e os perigos de um “low trigger”, RDS, ano IX (2017), número 4, Almedina, 2017.

VENTURA, RAÚL - Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, 3ª reimp., 1ª edição, Coimbra, 2006.

WORONOFF, MICHAEL A./ROSEN JONATHAN A. - Understanding anti-dilution provisions in convertible securities, Fordham Law Review, vol. 74 (2005), disponível em <http://ssrn.com/abstract=702581>.