

## LIABILITY MANAGEMENT EXERCISES

ANA SÁ COUTO E CATARINA GONÇALVES DE OLIVEIRA  
Advogadas (\*)

### Liability management exercises

As operações de gestão de responsabilidades e estrutura de capital (*liability management exercises*) protagonizam um papel de destaque no contexto da crise financeira dos últimos anos, marcada pela incerteza e desconfiança dos mercados, a desvalorização dos instrumentos financeiros, em especial os títulos de dívida soberana, e as dificuldades de financiamento das empresas e da economia em geral. Neste artigo, procedemos à análise dos *liability management exercises*, considerando as motivações e objectivos prosseguidos com operações deste tipo e a configuração jurídica das principais estruturas que, em concreto, têm sido utilizadas na sua implementação, com especial ênfase no sector financeiro.

Depois de um abrandamento nos mercados de dívida a partir de 2005, questionava-se se os exercícios de *liability management*<sup>1</sup> («*liability management exercises*» ou «LME») voltariam a ressurgir. Foi, precisamente, a crise financeira mundial de 2007 que trouxe consigo os ingredientes necessários à (re)criação das condições propícias ao recrudescimento destes exercícios de gestão de responsabilidades e estrutura de capital das empresas - com particular acuidade, no sector financeiro.

Com efeito, muitos emitentes estão agora focados em operações do tipo LME como parte de um esforço de gestão, reestruturação e esforço dos seus balanços em face do contexto económico e financeiro severamente adverso que vivemos, mar-

### Liability management exercises

*Liability and capital structure management transactions (liability management exercises) have played a significant role in the context of the financial crisis of the past few years, characterised by the uncertainty and lack of confidence in the markets, the decrease in value of financial instruments, in particular sovereign debt and the financing constraints of companies and the economy in general. In this article, we analyse liability management exercises, considering the motivations and objectives pursued with this type of transactions and the legal framework of the main legal structures that have been specifically used for their implementation, in particular by the financial sector.*

cado por uma crise de liquidez generalizada e uma forte contracção do acesso ao crédito.

Como causas prováveis (mas não exclusivas) da predisposição para a realização de um *liability management* refira-se, por um lado, a existência de montantes substanciais de dívida acumulada nos emitentes desde o início da década de 2000 – dívida esta que se encontra a negociar, as mais das vezes, no mercado secundário, com descontos significativos abaixo do par –; por outro lado, a elevada volatilidade do mercado, os preços das acções em queda acentuada, a degradação dos *ratings*, os cortes na avaliação dos activos, a revisão em baixa das projecções de resultados, e a sobre-alavancagem crescente das empresas feita com recurso aos mais diversificados e sofisticados instrumentos e estruturas – de resto, também ela, em parte, responsável pela hecatombe financeira a que vimos assistindo desde 2007.

As instituições financeiras, em particular, têm procurado nestes exercícios de *liability management* a panaceia para a necessidade (imposta) de reforço dos seus rácios de capital e fundos próprios. Por seu turno, as empresas, em geral, encontram-se mais receptivas a prosseguir reestruturações voluntárias e extrajudiciais, em alternativa a um cenário de insolvência.

Um dos principais pólos de atracção dos LME é a flexibilidade oferecida ao nível do leque de alternativas possíveis, incluindo: amortizações antecipadas de obrigações ou outros instrumentos representativos de dívida (*debt or bonds redemptions*); recompras de obrigações ou outros instrumentos representativos de dívida (*debt or bond buybacks*); ofertas públicas ou privadas de aquisição de obrigações ou outros

(\*) Da área de Direito Comercial de Uría Menéndez - Proença de Lasevallo (Lisboa)

<sup>1</sup> Também designados por «*asset and liability management*» ou «*asset/liability management (ALM)*». Ainda que com carácter genérico, são bastante elucidativas as definições de «*asset/liability management*» encontradas em <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Asset%2fliability+management>:

«*The task of managing the funds of a financial institution to accomplish two goals: (1) to earn an adequate return on funds invested and (2) to maintain a comfortable surplus of assets beyond liabilities. Also called surplus management. Copyright © 2011, Campbell R. Harvey. All Rights Reserved.*»

«*Any active management strategy that involves coordinating a company's or fund's assets and liabilities such that the two together form an adequate return. Generally speaking, one aims to invest such that assets exceed liabilities as much as possible. Farlex Financial Dictionary. © 2011 Farlex, Inc. All Rights Reserved.*»

instrumentos representativos de dívida mediante a entrega, em contrapartida, de dinheiro (*tender offers*), acções ou outros valores mobiliários (*exchange offers*); alterações dos termos e condições de obrigações e outros valores mobiliários representativos de dívida (*consent solicitations*); operações de conversão de dívida em capital (*debt equity swaps* ou *conversion of debt into equity*)<sup>2</sup>; entre outras, são várias as opções que se encontram à disposição dos emitentes.

Efectuada a delimitação positiva da figura, não gostaríamos de prosseguir sem antes excluir do âmbito da nossa análise uma realidade também ela habitualmente categorizada como *liability management*, ainda que com um alcance distinto. Com efeito, a expressão *liability management exercise* é de emprego corrente em matéria de gestão de fundos de pensões. Neste contexto, os *liability management exercises* visam reduzir a exposição do fundo a vários riscos, designadamente o risco de investimento ou de longevidade<sup>3</sup>. Por manifesta desadequação ao propósito desta análise, estes *liability management exercises* não constituirão objecto do nosso estudo.

## 1 · RAZÕES E OBJECTIVOS PARA A REALIZAÇÃO DE UM LME

### 1.1 · Em geral

De um modo geral, os dois principais motivos prosseguidos pelas empresas com a realização de um LME são (i) o diferimento e/ou (ii) a redução de encargos com a dívida, sendo certo que estes dois objectivos não convergem necessariamente. Desde logo, uma sociedade que enfrente o vencimento a breve trecho de um volume significativo de dívida emitida, pode decidir adiar ou prorrogar o seu reembolso através da emissão de nova dívida a juro mais elevado.

De forma mais exaustiva, podem apontar-se os seguintes motivos:

<sup>2</sup> Através deste tipo de operações os credores tipicamente aceitam reduzir o montante da dívida, adquirindo, em troca, uma participação no capital social da(s) sociedade(s) ou de sociedade a constituir. Os montantes de capitalização da dívida podem ser progressivos e variáveis, por forma a tornar possível o serviço da dívida.

<sup>3</sup> Para o efeito, recorre-se a operações como sejam: (i) o encerramento do plano de pensões; (ii) a alteração de benefícios futuros; (iii) o aumento de contribuição dos membros; (iv) a transferência do risco para uma empresa de seguros, através da celebração de um contrato de seguro (*buy-out*); (v) *corporate buy-out*; (vi) incentivos ao abandono do plano; etc.

(i) *Estrutura* - através da simplificação, uniformização e homogeneização das estruturas e instrumentos de dívida de um determinado emittente que, ainda que circulando sob nomes e perfis de crédito diferentes, não apresentam discrepâncias ao nível do respectivo carácter de subordinação.

(ii) *Desalavancagem* - através da redução de dívida.

(iii) *Investimento* - na falta de melhor alternativa (v.g., porque as taxas de juro ou de retorno de investimento são baixas), adquirir dívida própria pode ser uma hipótese mais interessante. Em caso de diminuição das taxas de juro, pode haver vantagem em recomprar as obrigações antigas (com juro mais alto), financiando essa operação, a juros mais baixos, mediante emissão de novas obrigações ou com recurso a crédito bancário.

(iv) *Liquidez / dilação do prazo da dívida* - beneficiando das actuais condições do mercado, muitas empresas têm optado por refinarciar-se através de uma operação de troca de obrigações por obrigações com prazo de vencimento mais alargado.

(v) *Redução de despesas* - designadamente, através da redução de despesas com juros.

(vi) *Reputação* - através da recompra de obrigações, o emittente poderá sinalizar aos investidores perspectivas de evolução futura positivas.

(vii) *Recapitalização* - comprando ou trocando obrigações abaixo do par, o emittente realiza um ganho (mesmo que ofereça, como habitualmente, um prémio em relação à cotação das obrigações em mercado secundário). Estas operações de LME têm, designadamente, reflexos ao nível regulatório e de melhoria de *ratings*, em particular no caso das instituições financeiras.

(viii) *Solução alternativa* - não raras vezes, um LME apresenta-se às empresas como uma alternativa menos onerosa do que uma reestruturação societária e financeira mais profunda, ou mesmo, em casos extremos, um potencial processo de insolvência.

### 1.2 · O Caso Particular da Banca

Como, de resto, tem vindo a ser abundantemente afirmado, a dificuldade de emissão de títulos representativos de participações sociais (*equity-raising*), atento o respectivo valor nominal e as actuais

cotações de mercado<sup>4</sup>, tem atraído a atenção das instituições financeiras para exercícios de LME, em que se torna possível alcançar um certo nível de capitalização sem a necessidade de proceder a um aumento de capital por novas entradas em dinheiro e, portanto, sem exigir um elevado esforço financeiro por parte dos seus accionistas.

Na actual conjuntura, os LME - em particular, as recompras (*repurchases* ou *buybacks*), as ofertas de aquisição (*tender offers*) e as operações de troca (*exchanges*) - permitem às instituições financeiras prosseguir os seguintes objectivos (alguns deles coincidentes com os já expostos *supra* relativamente à generalidade das empresas):

- (i) Dilação de prazos de vencimento de dívida;
- (ii) Geração de capital de melhor qualidade regulatória, tipicamente através de ofertas públicas de troca (*exchange offers*);
- (iii) Melhoria dos rácios de capital, designadamente através da recompra de instrumentos financeiros que negociem abaixo do par e respectivo cancelamento (*repurchases* ou *buybacks*).
- (iv) Potencial desinvestimento público, em particular mediante a aquisição de instrumentos financeiros através dos quais se tenha efectuado uma operação de capitalização pública<sup>5</sup>.

De entre os objectivos enunciados, os LME têm assumido especial importância no âmbito da recapitalização das instituições de crédito, nomeadamente como forma de dar cumprimento às exigências de fundos próprios (core Tier 1) estabelecidos na legislação e regulamentação aplicáveis.

Centrando-nos a este propósito no caso europeu e, em particular, Portugal, cumpre salientar que, a nível comunitário, a Autoridade Bancária Europeia («EBA») propôs, na Recomendação EBA/REC/2011/1, publicada no dia 8 de Dezembro

de 2011, um pacote de capital para uma lista de setenta entidades bancárias da União Europeia – incluindo quatro bancos em Portugal<sup>6</sup> –, exigindo que esses bancos criem *buffers* de capital que lhes permitam atingir um nível de fundos próprios *Core Tier 1* de 9% até 30 de Junho de 2012<sup>7</sup>. Os *buffers* de capital agora exigidos deverão vigorar desde 30 de Junho de 2012 até que a Recomendação EBA/REC/2011/1 seja modificada ou revogada<sup>8</sup>.

A proposta feita pela EBA, enquadra-se num pacote mais amplo de medidas destinadas a restabelecer a estabilidade e confiança nos mercados aprovado no Conselho Europeu de 26 de Outubro de 2011. Neste sentido, os referidos *buffers* não têm em vista cobrir prejuízos com as exposições à dívida soberana, mas antes reforçar a segurança perante os mercados sobre a capacidade dos bancos de resistir a uma série de embates mantendo níveis adequados de capital.

No que se refere aos recursos financeiros a utilizar para reforço do capital neste contexto, os LME assumem uma importância primordial para o cumprimento da Recomendação da EBA como resulta expresso no Considerando 7) que antecede o texto da própria Recomendação: «*Banks should first use private sources of funding to strengthen their capital position to meet the required target, including (...), new issuances of common equity and suitable strong contingent capital, and other liability management measures.*».

<sup>6</sup> Espírito Santo Financial Group (*holding* que, em conjunto com o Crédito Agricole, controla o Banco Espírito Santo, S.A.); Banco BPI, S.A., Banco Comercial Português, S.A. e Caixa Geral de Depósitos, S.A.

<sup>7</sup> A definição de *Core Tier 1* aqui usada é a empregue pela EBA nos *stress tests* realizados durante o ano de 2011, que inclui: (i) acções ordinárias; (ii) reservas e prémios de emissão; (iii) resultados transitados e do último exercício e (iv) instrumentos subscritos no âmbito de ajudas do Estado. Refira-se que os critérios utilizados pela EBA e pelo Banco de Portugal para a determinação do rácio de fundos próprios *Core Tier 1* apresentam, contudo, diferenças assinaláveis. De facto, contrariamente ao Banco de Portugal, que avalia as exposições a dívida soberana de países do Espaço Económico Europeu ao seu valor nominal, a Recomendação EBA/REC/2011/1 determina que os Bancos deverão avaliar as exposições a dívida soberana de países da EEA que tenham em carteira a preços de mercado, sendo operada a remoção dos filtros prudenciais que impediam a avaliação da sua carteira a preços de mercado. Esta avaliação deverá ter como referência a data de 30 de Setembro de 2011.

<sup>8</sup> Para este efeito, exige-se aos Bancos que não consigam alcançar os *buffers* de capital propostos que apresentem, até 20 de Janeiro de 2012, planos detalhando os meios para o fazer, eventualmente mediante planos de recapitalização com recurso a investimento público, ao abrigo dos regimes criados para o efeito nos diferentes dos Estados Membros da União Europeia.

<sup>4</sup> Foi, aliás, neste contexto que foi consagrada a admissibilidade das acções sem valor nominal no âmbito das sociedades anónimas, com a publicação do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio. Para um desenvolvimento do tema, vide Catarina Gonçalves de Oliveira e Joana Pinhal: «As «Novas» Acções Sem Valor Nominal Como Alternativa de Financiamento Para As Empresas Portuguesas», em *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, número 28, ano 2011, págs. 107-112.

<sup>5</sup> Vide referência expressa contida no artigo 8.º (*Desinvestimento público*) da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro, recentemente alterada pela recém-publicada Lei n.º 4/2012, de 11 de Janeiro («Lei 4/2012»), que estabelece medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito portuguesas.

No caso português em particular, o agravamento das exigências de reforço dos níveis de capital dos bancos encontra também a sua fonte no Memorando de Entendimento celebrado em 3 de Maio de 2011 entre a República Portuguesa e a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional (em conjunto, a «Troika»), que delineou o Plano de Assistência Financeira a Portugal («MoU»). Nesse MoU ficou estabelecido que o Banco de Portugal deveria impor às instituições de crédito nacionais que atingissem um nível de fundos próprios *Core Tier 1* de 9% até ao final de 2011 e de 10% até ao final de 2012<sup>9</sup>.

A transposição para o ordenamento jurídico português das determinações resultantes do MoU foi, por sua vez, concretizada pelo Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2011, de 10 de Maio, entretanto objecto de alteração pelo Aviso 8/2011, de 18 de Outubro (o «Aviso 3/2011»), o qual veio determinar que os grupos financeiros sujeitos à supervisão de base consolidada do Banco de Portugal devem reforçar os seus rácios *Core Tier 1*, em base consolidada, para um valor não inferior a 9% até 31 de Dezembro de 2011 e a 10% até 31 de Dezembro de 2012<sup>10</sup>.

Mais recentemente, a moldura jurídica das medidas de recapitalização das instituições financeiras portuguesas conheceu novos desenvolvimentos

com a publicação da Lei 4/2012, que aprovou a terceira alteração à Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro relativa às medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito no âmbito da iniciativa para o reforço da estabilidade financeira e da disponibilização de liquidez nos mercados financeiros. Tais medidas têm em vista o cumprimento do rácio *Core Tier 1* estabelecido na legislação aplicável, através de operações de capitalização com recurso a investimento público.

Nos termos do artigo 2.º da Lei 4/2012, o recurso ao investimento público obedece, nomeadamente, a princípios de necessidade e proporcionalidade, revestindo, além disso, natureza subsidiária e temporária. No que respeita à natureza subsidiária da intervenção do Estado na recapitalização das instituições de crédito, a exposição de motivos da Proposta de Lei n.º 30/XII (que esteve na base da Lei 4/2012) referia expressamente que essa intervenção deve «(...) funcionar como uma medida ultima ratio face a outras alternativas possíveis e preferíveis, como seja, por exemplo, o recurso a injeções de capital por parte de accionistas privados, nacionais ou estrangeiros».

Neste contexto, os LME surgem, naturalmente, como um instrumento fundamental para permitir às instituições financeiras reforçar a solidez do seu capital com vista ao cumprimento dos exigentes rácios de fundos próprios sem, contudo, precisarem de o fazer (ao menos na sua totalidade) com recurso ao investimento público, com as inerentes consequências que, reconhecendo embora a sua importância e interesse prático notório, não desenvolveremos aqui.

## 2 · ALGUNS EXEMPLOS SELECIONADOS DE LME

Desde 2011, temos assistido a um elevado número de LME realizados por bancos europeus, prevendo-se que esta tendência se venha a intensificar durante o primeiro semestre de 2012, por forma a permitir aos setenta maiores bancos europeus cumprir com as exigências de capital impostas pela EBA a que acima aludimos.

Antes de nos debruçarmos sobre a configuração jurídica de algumas das modalidades de LME identificadas, apresentamos nesta secção alguns exemplos ilustrativos de operações recentes deste tipo realizadas por diversas entidades europeias e portuguesas que consideramos representativos em matéria de gestão e reajustamento de balanço,

<sup>9</sup> Vide nota 7 supra.

<sup>10</sup> O Aviso 3/2011 constrói a definição de fundos próprios *Core Tier 1* com base na de fundos próprios de base constante do Aviso 6/2010, deste modo tornando o rácio de fundos próprios *Core Tier 1* numa rubrica mais apurada em termos da qualidade do capital que o integra. Da leitura conjugada dos Avisos, conclui-se assim que o Banco de Portugal adoptou um critério bastante estrito, fazendo coincidir os meios financeiros elegíveis como fundos próprios *Core Tier 1* com aqueles definidos segundo os princípios de Basileia III como *Common Equity Tier 1*. Importa, no entanto, salientar que, apesar de os elementos elegíveis para definição dos rácios ser coincidente, o rácio exigido pelo Banco de Portugal – 10% até 31 de Dezembro de 2012 – é substancialmente mais exigente que o rácio *Common Equity Tier 1* exigido por Basileia III – 4,5%. Em virtude do carácter estrito da definição de *Core Tier 1* adoptada, os instrumentos híbridos de capital contingente encontram-se excluídos dos elementos positivos que compõem esta rubrica, à semelhança, aliás, do que sucede em Basileia III, em que estes instrumentos são qualificados como *Additional Tier 1*. O Aviso do Banco de Portugal 4/2012 (que altera o Aviso 3/2011) consagra uma excepção a este regime, estipulando que os instrumentos híbridos sejam considerados elegíveis como fundos próprios *Core Tier 1*, quando sejam subscritos pelo Estado no contexto da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro (conforme alterada pela Lei 4/2012) ou no âmbito de outras formas de intervenção do Estado que visem o reforço da solidez financeira das instituições de crédito, até um limite máximo de 50% do valor dos fundos próprios de base calculado nos termos do Aviso do Banco de Portugal 6/2010.

nomeadamente (mas não exclusivamente, como veremos) com o objectivo de converter capital já inscrito no balanço em fundos próprios *Core Tier 1*.

## 2.1 · Mercado Internacional (Europeu)

### Royal Bank of Scotland

A 25 de Março de 2010, o Royal Bank of Scotland lançou um conjunto de ofertas públicas de aquisição sobre várias séries de acções preferenciais e outros valores mobiliários análogos e instrumentos híbridos emitidos pelo próprio banco e outras sociedades, propondo-se recomprá-los por valores oscilando entre 52% e 100% do respectivo valor nominal.

Em simultâneo, o banco lançou ofertas públicas de troca sobre obrigações subordinadas, obrigações perpétuas e outros valores mobiliários análogos e híbridos de vários emitentes, incluindo o próprio Royal Bank of Scotland, oferecendo em troca obrigações séniores não-garantidas. A razão de troca entre os novos instrumentos e os antigos variou entre 60% e 100%.

Do ponto de vista do Royal Bank of Scotland, a operação gerou um ganho de capital de aproximadamente 1,25 mil milhões de libras esterlinas. O rácio de capital *Core Tier 1* foi reforçado em cerca de 30 pontos base. Em virtude destes LME, o seu custo de financiamento diminuiu, substituindo-se títulos *Tier 1* e *Tier 2* por dívida sénior de menor custo.

### Commerzbank

Em 8 de Março de 2011, o Commerzbank emitiu obrigações a 10 anos e taxa de juro de 7,75%. Na mesma data, lançou uma oferta pública de troca sobre obrigações subordinadas com vencimento em 2016 e 2017, oferecendo em contrapartida obrigações subordinadas a 8 anos e com taxa de juro a 6,375%. A razão de troca oscilou entre os 1:1 e os 1:1.06.

O objectivo desta operação não era o reforço dos capitais próprios *Core Tier 1*, mas a racionalização a longo prazo da estrutura de capital *Tier 2* do banco, obtendo um instrumento conforme a Basileia III.

A 5 de Dezembro de 2011, o mesmo banco lançou uma oferta pública de aquisição sobre certos instrumentos de capital híbridos, dispondo-se a recomprá-los com um desconto entre 60% e 47,5% do seu valor nominal. O presidente do Commerzbank precisou que a hipótese de uma conversão de divi-

da em capital tinha sido afastada por se entender que, atendendo à cotação actual das acções «*não seria bom em termos de diluição*».

Em troca de 643 milhões de euros, o Commerzbank comprou instrumentos híbridos com o valor nominal de 1,27 mil milhões de euros. Os capitais próprios *Core Tier 1* aumentaram em 700 milhões de euros.

### Banco Santander

No dia 15 de Novembro de 2011, o Banco Santander anunciou uma oferta pública de troca sobre valores mobiliários *Lower Tier 2* (*Callable Subordinated Step-Up Fixed/Floating Rate Instruments* e uma série de *Guaranteed Fixed to Floating Rate Subordinated Notes*). O banco propunha-se trocar os títulos antigos por novos títulos com taxa de juro inferior. As razões de troca oscilavam entre os 87% e os 99,5%.

O propósito da oferta era gerir de forma efectiva o passivo do Grupo Santander.

Mais anunciou o banco que, qualquer decisão por parte do Grupo Santander quanto ao exercício das opções de amortização antecipada de instrumentos híbridos de capital, seria adoptada tendo em conta o impacto económico da mesma, bem como os requisitos regulatórios e as condições de mercado. O Grupo Santander esclareceu, ainda, que esta política seria aplicada de forma consistente tanto a novas emissões de instrumentos híbridos que viessem a realizar-se no futuro, como às já emitidas. De acordo com a informação pública disponível, este anúncio foi recebido com alguma controvérsia pelos investidores.

Posteriormente, já em Dezembro de 2011, o Banco Santander anunciou uma oferta de recompra de participações preferentes série X emitidas pelo Santander Finance Capital e simultânea oferta pública de subscrição de novas acções, operação esta que se traduziu num aumento de capital por novas entradas em dinheiro com exclusão do direito de preferência dos accionistas. As referidas participações preferentes foram recompradas a um preço correspondente a 100% do seu valor nominal. Para efeitos de subscrição do aumento de capital, o aceite da oferta de recompra destinou o preço de recompra à subscrição de acções novas, de acordo com o preço de emissão definido para as acções.

Este aumento de capital gerou um impacto positivo na *core capital* do Banco Santander de 34 pontos base.

### Northern Rock

A 16 de Novembro de 2011, o banco britânico Northern Rock lançou uma oferta pública de aquisição sobre várias séries de obrigações subordinadas, obrigações perpétuas e outros valores mobiliários representativos de dívida, dispondo-se a comprá-los com um desconto de entre 12% e 64% em relação ao seu valor nominal. Para as aceitações antecipadas previa-se um prémio de 2%. Todos os portadores foram convidados a aprovar uma deliberação extraordinária de alteração dos termos e condições dos valores mobiliários objecto da oferta conferindo ao Northern Rock a faculdade de comprar todos os títulos remanescentes à data de apuramento de resultados da referida oferta pública de aquisição.

Comprando os valores mobiliários abaixo do par, o Northern Rock pretendia gerar um lucro que iria reforçar a qualidade do seu capital através da criação de fundos accionistas adicionais graduados abaixo de toda a dívida existente, incluindo dívida subordinada subsistente após a realização da oferta.

### BNP Paribas

Em 17 de Novembro de 2011, o BNP Paribas lançou várias ofertas públicas de troca sobre obrigações subordinadas *Tier 2*.

O racional para a realização das referidas ofertas públicas de troca foi a melhoria e fortalecimento da qualidade e eficiência de base de capital do banco, através da criação de *Common Equity Tier 1*, em virtude das alterações regulatórias entretanto ocorridas.

### Société Générale

A 18 de Novembro de 2011, a Société Générale anunciou uma oferta pública de aquisição de instrumentos *Core Tier 1*.

A operação saldou-se num aumento do rácio de capitais próprios *Core Tier 1* de 11 pontos base.

### ING

A 12 de Dezembro de 2011, o banco ING lançou uma oferta pública de aquisição sobre duas séries de obrigações perpétuas, oferecendo-se para comprá-las com um desconto de 20% em relação ao valor nominal.

Em simultâneo, lançou uma oferta pública de troca sobre cinco séries de obrigações perpétuas e subor-

dinadas e valores mobiliários *Tier 2*, dispondo-se a trocá-los por novas obrigações sénior não-garantidas de médio prazo (3,25 ou 5 anos). A razão de troca entre os antigos e os novos títulos oscilou entre os 1:0.58 e os 1:0.87.

Estas operações destinavam-se a reforçar os capitais *Tier 1* através da criação de *Common Equity Tier 1* mediante a troca ou recompra das participações abaixo do valor nominal, permitindo, ainda, antecipar a projectada alteração regulatória tendente à diminuição da contribuição da dívida subordinada para o cômputo dos capitais próprios.

### Lloyds

No dia 1 de Dezembro de 2011, o banco britânico Lloyds lançou um conjunto de ofertas públicas de troca sobre diversas séries de obrigações *Lower Tier 2* com vencimento em 2016 e 2017 e sobre duas séries de obrigações perpétuas *Upper Tier 2*. Em contrapartida, ofereceu novas obrigações *Lower Tier 2* com juros entre 8,25% e 10%. A razão de troca entre os novos títulos e os antigos oscilou entre 70% e 81,75%.

O objectivo deste LME era reforçar os capitais próprios *Core Tier 1* do Lloyds em 1,1 mil milhões de libras esterlinas.

### Barclays

A 5 de Dezembro de 2011, o banco Barclays lançou uma oferta pública de aquisição sobre instrumentos *Core Tier 1* perpétuos e instrumentos *Step-Up Callable* perpétuos, propondo-se comprá-los com um desconto entre 30% e 5,5% em relação ao seu valor nominal. Previa-se o pagamento de um prémio de 50 dólares norte-americanos ou 50 libras esterlinas para as aceitações que tivessem lugar até 16 de Dezembro.

A oferta destinava-se a permitir ao banco reforçar a sua estrutura de capital através da redução do volume de capital *Tier 1* não conforme a Basileia III e gerando, subsequentemente, mais capital *Core Tier 1*.

### Obrascón Huarte Lain

Não queríamos deixar de concluir esta selecção de exemplos de LME sem nos referirmos a uma operação deste tipo conduzida por uma empresa europeia não financeira. Como veremos, os objectivos prosseguidos neste caso distinguem-se dos expostos anteriormente, próprios das instituições financeiras, na medida em que esta operação teve

essencialmente como escopo o refinanciamento da dívida da empresa.

A 8 de Abril de 2010, a construtora espanhola Obrascón Huarte Lain, lançou uma oferta pública de troca sobre obrigações a 5% com vencimento em 2012, oferecendo em contrapartida novas obrigações a 7,375% e com vencimento em 2015. A razão de troca entre os títulos antigos e os novos foi fixada em 101,5%.

Em 10 de Março de 2011, a mesma sociedade lançou uma oferta pública de compra sobre obrigações a 5% com vencimento em 2012, propondo-se recomprá-las por 103,25% do seu valor nominal. A oferta pública estava condicionada ao sucesso de uma oferta de subscrição de obrigações, através da qual a Obrascón Huarte Lain criaria os capitais necessários.

O racional das ofertas era, essencialmente, alargar o prazo de maturidade da dívida emitida pela sociedade. Quaisquer valores mobiliários adquiridos pela Obrascón Huarte Lain ao abrigo das ofertas seriam cancelados, não sendo reemitidos nem revendidos.

## 2.2 · Mercado Nacional

### Banco Comercial Português

Em 29 de Abril de 2011, o Banco Comercial Português lançou uma oferta pública geral e voluntária de aquisição sobre quatro séries de valores mobiliários perpétuos subordinados com juros condicionados por si emitidos. A contrapartida foi constituída exclusivamente por acções representativas do capital social do Banco Comercial Português, a emitir na sequência de um aumento de capital já deliberado, pelo que a referida oferta revestiu a modalidade de oferta pública de troca. O rácio de troca era de 62,5% do valor nominal dos valores mobiliários perpétuos subordinados com juros condicionados.

Esta oferta enquadrou-se numa operação articulada destinada à optimização das componentes de fundos próprios do Banco Comercial Português e, bem assim, das condições de resposta a eventuais necessidades de reforço dos capitais próprios do banco<sup>11</sup>.

Neste sentido, e para o cumprimento do objectivo de optimização das componentes de fundos próprios, a oferta pública de troca visou alcançar a substituição de elementos dos fundos próprios de menor ponderação (como os valores mobiliários perpétuos subordinados com juros condicionados anteriormente emitidos), por acções ordinárias, através de um aumento de capital por entradas em espécie.

### Banco BPI

No dia 31 de Outubro de 2011, o Banco BPI lançou uma oferta pública de aquisição sobre obrigações subordinadas por si emitidas, admitidas à negociação na Bolsa do Luxemburgo. A contrapartida teve por objecto dinheiro, em montante correspondente a 70% do valor nominal das obrigações acrescido dos juros vencidos e não pagos sobre as obrigações, desde (e incluindo) 17 de Outubro de 2011 até (mas excluindo) a data de liquidação (14 de Novembro de 2011).

Posteriormente, em 7 de Dezembro de 2011, foi lançada uma nova oferta pública de aquisição pelo Banco BPI sobre acções preferenciais emitidas pela BPI Capital Finance Ltd. e admitidas à negociação na Bolsa do Luxemburgo. De igual modo, a contrapartida foi paga em dinheiro e correspondeu a 50% do valor nominal das acções preferenciais acrescido de um montante equivalente ao dividendo preferencial calculado desde (e incluindo) 15 de Novembro de 2011 até (mas excluindo a data de liquidação) (22 de Dezembro de 2011).

Sem prejuízo de ambas as ofertas se dirigirem aos detentores das obrigações referidas, incluindo residentes ou com estabelecimento em Portugal, a estas ofertas não foi aplicável a lei portuguesa nem a supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários («CMVM»)<sup>12</sup>.

Ambas as operações enquadraram-se no âmbito da gestão das responsabilidades e estrutura de capital do grupo BPI, tendo a aquisição dos valores mobiliários em ambos os casos sido objecto de aprovação pelo Banco de Portugal.

<sup>11</sup> Para além de outras duas componentes: (i) um aumento de capital por incorporação de reservas, bem como (ii) a possibilidade de o Conselho de Administração Executivo do banco com-

pletar (ou complementar) o montante de eventual subscrição incompleta com uma deliberação de aumento de capital em numerário, com direito de preferência dos accionistas.

<sup>12</sup> Em linha, de resto, com o que se encontra previsto nos artigos 108.º, n.º 2, alínea a) e 145.º-A do Código dos Valores Mobiliários.

### Banco Espírito Santo

A 11 de Novembro de 2011, o Banco Espírito Santo lançou uma oferta pública geral e voluntária de aquisição (na modalidade de oferta pública de troca) sobre várias séries de valores mobiliários perpétuos subordinados com juros condicionados emitidos pelo Banco Espírito Santo e pelo Banco Espírito Santo de Investimento e *Undated Subordinated Notes* e *Non-Cumulative Guaranteed Step-Up Preference Shares Series A* emitidos pelo BES Finance. Em contrapartida, o banco oferecia acções ordinárias representativas de um máximo de 37,47% do capital social actual, a emitir no âmbito de um aumento de capital por novas entradas em espécie, já deliberado (limitado às subscrições recolhidas), e até 639.758 obrigações de caixa subordinadas a emitir.

Enquanto as três séries de valores mobiliários perpétuos subordinados com juros condicionados podiam ser trocadas ao par por acções ou, em alternativa e por opção dos destinatários da oferta, por um misto de acções e obrigações de caixa a emitir pelo Banco Espírito Santo, os *Undated Subordinated Notes* e os *Non-Cumulative Guaranteed Step-Up Preference Shares Series A* apenas podiam ser trocados por acções, com um desconto em relação ao valor nominal entre os 39% e os 26%, a que acrescia um montante equivalente aos juros e dividendos preferenciais corridos.

O objectivo da operação residiu em reforçar os fundos próprios de base (*Core Tier 1*) do Banco, nomeadamente através de aumento de capital por entradas em espécie e do ganho após impostos efectuado com a troca abaixo do valor nominal dos *undated subordinated notes* e dos *Non-Cumulative Guaranteed Step-Up Preference Shares Series A*, tendo em vista o cumprimento dos requisitos de capital estabelecidos pelo Banco de Portugal. O valor referente à emissão de obrigações de caixa seria considerado fundos próprios complementares (*Lower Tier 2*).

O Banco Espírito Santo referiu, ainda, que continuaria a explorar vias para reforçar os seus fundos próprios *Core Tier 1* e a adoptar medidas tendentes à preservação de capital, nomeadamente a redução dos juros dos cupões dos instrumentos de capital híbridos emitidos, de forma a poder continuar a cumprir com os requisitos impostos pelo Banco de Portugal em matéria de capital.

### Banif – Banco Internacional do Funchal

No dia 21 de Dezembro de 2011, o Banif - Banco Internacional do Funchal lançou uma oferta públi-

ca geral e voluntária de aquisição (na modalidade de oferta pública de troca) de 100.000 obrigações subordinadas 2009/2019 por si emitidas, oferecendo em contrapartida 100.000 novas obrigações subordinadas 2012/2019, emitidas abaixo do par, sendo o respectivo valor de emissão correspondente a 70% do seu valor nominal, com a possibilidade de reembolso antecipado por parte do emitente sujeita ao consentimento prévio do Banco de Portugal. Por cada obrigação subordinada 2009/2019, o Banif – Banco Internacional do Funchal entregava uma nova obrigação subordinada 2012/2019, pelo que a subscrição das obrigações subordinadas 2012/2019 ocorreu em espécie através da entrega das obrigações subordinadas 2009/2019.

Com a oferta pública de troca pretendeu-se reforçar os fundos próprios (*Core Tier 1*) do banco, tendo em vista os requisitos de capital impostos pelo Banco de Portugal. Neste sentido, o valor resultante do ganho após impostos efectuado com a troca abaixo do respectivo valor nominal das obrigações subordinadas 2009/2019, na medida em que o mesmo não fosse distribuído, seria considerado como fundos próprios de base do Banif (*Core Tier 1*). Por sua vez, o valor referente à emissão de obrigações subordinadas 2012/2019 seria considerado como fundos próprios complementares do Banif (*Lower Tier 2*).

O banco informou, ainda, que continuaria a tomar medidas destinadas a reforçar o nível dos seus fundos próprios (*Core Tier 1*) e a preservar capital, de forma a cumprir com os requisitos em matéria de capital fixados pelo Banco de Portugal.

### 3 · TIPOS DE LME E SUA CONFIGURAÇÃO JURÍDICA

A diversidade de modalidades susceptíveis de serem utilizadas e a abordagem necessariamente breve do tema pretendida com este artigo obrigam a que não façamos aqui um excuro exaustivo sobre a configuração jurídica de todos os tipos de LME. Neste sentido, cingiremos a nossa análise às estruturas que, de acordo com a informação pública, têm tido maior adesão por parte das instituições de crédito nacionais e internacionais, ilustradas na sua maioria pelos exemplos descritos na secção anterior. Por último, cumpre referir que as classificações a seguir adoptadas têm por referência a prática internacional, em particular anglo-saxónica, atenta a escassez de materiais sobre esta matéria na doutrina portuguesa.



### 3.1 Elementos objectivo e subjectivo

Porque destinado a «gerir» o passivo de uma sociedade, qualquer LME incidirá sobre obrigações ou sobre outros valores mobiliários ou instrumentos financeiros geradores de encargos inscritos no lado passivo do balanço. Na sua forma paradigmática, o LME tem por objecto obrigações da própria sociedade. Não obstante, na prática verifica-se que os LME abrangem, além de obrigações, outros instrumentos financeiros de natureza diversa.

No que se refere ao objecto, as obrigações conhecem um sem número de variantes sobre o modelo mais tradicional do *valor mobiliário representativo de um direito crédito ao reembolso de um capital e ao pagamento de um juro ou prémio*<sup>13</sup>. A prática oferece exemplos de obrigações perpétuas (sem direito a reembolso do capital), obrigações sem juro (obrigações de *cupão zero*), obrigações subordinadas (em caso de insolvência do emitente, os respectivos créditos são graduados em último lugar, imediatamente antes das participações sociais), obrigações reembolsáveis em acções, obrigações convertíveis em acções, obrigações com *warrant* e obrigações com juro ou reembolso indexados aos lucros sociais<sup>14</sup>.

O engenho financeiro architectou valores mobiliários que, partindo de um mesmo arquétipo (a obrigação), surgem descaracterizados, partilhando características de outros instrumentos financeiros.

Em termos jurídicos, a emissão destes instrumentos híbridos é consentida pelo princípio da atipicidade dos valores mobiliários, consagrado na alínea g) do artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários, bem como pela amplitude com que o Código das Sociedades Comerciais regula a capacidade das sociedades emitentes<sup>15 e 16</sup>. Contudo, este hibridismo permitido pode suscitar dificuldades de identificação ou incerteza quanto ao regime legal aplicável em

cada caso concreto. Uma forma de superação de eventuais lacunas passa por estender o regime das obrigações aos valores mobiliários que mereçam tratamento contabilístico análogo na medida em que impliquem o crédito de uma conta do passivo da sociedade<sup>17</sup>.

Do ponto de vista subjectivo, o LME pode ser promovido por qualquer tipo de sociedade comercial, com especial relevo para as sociedades anónimas e por quotas<sup>18</sup>, ainda que a sociedade promotora possa não coincidir com a entidade emitente dos instrumentos financeiros objecto do LME. Como de resto ilustram alguns dos exemplos acima indicados, um LME poderá ter por objecto instrumentos financeiros emitidos por outra sociedade, geralmente do mesmo grupo da entidade promotora.

Nos desenvolvimentos que se seguem atenderemos somente à hipótese objectiva e subjectivamente mais simples, em que o LME é promovido por uma sociedade anónima e incide sobre instrumentos financeiros próprios.

### 3.2 · Estruturas

#### 3.2.1 · Reembolso antecipado e amortização

Nas emissões de obrigações é frequente estipular uma cláusula acessória (*call option*) atribuindo ao emitente a faculdade de reembolsar antecipadamente o título<sup>19</sup>. Contudo, é igualmente habitual que os contratos de financiamento e os termos e condições das obrigações excluam ou restrinjam o reembolso antecipado de outros títulos<sup>20</sup>. Neste sentido, assume especial relevo na estruturação de um LME a análise dos principais contratos e

<sup>13</sup> Vide José Engrácia Antunes: «Os Instrumentos Financeiros», Coimbra, Almedina, 2009, pág. 88.

<sup>14</sup> Vide designadamente as alíneas b), c) e d) do artigo 360.º do Código das Sociedades Comerciais, bem como os artigos 365.º, n.º 1, e 372.º-A, n.º 1 do citado Código.

<sup>15</sup> Vide artigo 6.º, n.º 1 do CSC: «a capacidade da sociedade compreende os direitos e obrigações necessários ou convenientes à prossecução do seu fim, exceptuados aqueles que lhe sejam vedados por lei ou sejam inseparáveis da personalidade singular».

<sup>16</sup> Neste sentido, vide Orlando Vogler Guiné, «O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as acções e as obrigações)» em *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 90.

<sup>17</sup> Vide também Orlando Vogler Guiné, *ob. cit.*, págs. 90-93. O autor defende a extensão do regime das obrigações aos valores mobiliários híbridos em matéria de competência para a sua emissão e de assembleias gerais dos titulares.

<sup>18</sup> Aliás, os dois únicos tipos de sociedade autorizados a emitir obrigações.

<sup>19</sup> Na falta de permissão contratual expressa, parece que o reembolso antecipado é lícito desde que o emitente satisfaça os juros por inteiro (artigo 1147.º do Código Civil). Todavia, será então mais simples comprar os títulos por negociação particular ou em mercado aberto.

<sup>20</sup> Vide Joana Forte Pereira Dias, «Contributo para o Estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a *pari passu*, a *negative pledge* e a *cross default*», em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV - *Novos Estudos de Direito Privado*, Almedina, 2003, pág. 879-1029.

obrigações que vinculam o emitente, de modo a assegurar que o reembolso antecipado e a amortização dos títulos objecto do LME são permitidos e, adicionalmente, não implicam consequências nefastas para a sua situação financeira.

Regra geral, a contrapartida oferecida aos titulares das obrigações consistirá no montante do capital em dívida, acrescido dos juros vencidos e ainda do valor presente (descontado) dos juros vincendos. Apesar de o custo da operação poder, conseqüentemente, ser elevado, o reembolso antecipado e a amortização das obrigações podem, ainda assim, mostrar-se vantajosos se o valor dos títulos no mercado secundário exceder o montante da contrapartida oferecida.

### 3.2.2 · Recompra

O emitente pode negociar particularmente, com cada um dos obrigacionistas, a compra de títulos. Em alternativa, pode comprar os títulos em mercado aberto (*open-market repurchase*).

As operações de recompra de títulos são, em regra, simples e pouco onerosas (quando comparadas com uma oferta pública), não obrigando ao cumprimento do mesmo tipo de procedimentos e requisitos legais associados a uma oferta pública. Por outro lado, a compra particular de instrumentos financeiros permite ao emitente negociar directamente o preço e aproveitar as flutuações da cotação dos títulos no mercado secundário. Em contrapartida, quando os títulos estejam dispersos por uma universalidade de destinatários indeterminados, esta modalidade de oferta não permite ao emitente dirigir-se à totalidade dos obrigacionistas, pelo que as operações de recompra são adequadas quando se tiver em vista adquirir a totalidade (ou parte) dos títulos concentrada num número limitado de titulares identificados<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Uma operação deste tipo comporta o risco de requalificação como oferta pública sempre que (i) se dirija a destinatários indeterminados - *v.g.*, através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados -; (ii) seja precedida ou acompanhada de prospecção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária; ou (iii) se dirija a, pelo menos, 100 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal. Diferentemente, não será qualificada como pública a oferta dirigida apenas a investidores qualificados. *Vide* artigos 109.º a 111.º do Código dos Valores Mobiliários.

Relativamente à recompra de obrigações importa ter presente o disposto no n.º 1 do artigo 354.º do Código das Sociedades Comerciais, nos termos do qual «a sociedade só pode adquirir obrigações próprias nas mesmas circunstâncias em que poderia adquirir acções próprias ou para conversão ou amortização»<sup>22</sup>.

A recompra de obrigações que se destinem a ser amortizadas ou convertidas é livre<sup>23</sup>. Ao invés, se a sociedade pretender recomprar obrigações próprias com o fito de as manter em carteira, o negócio deve satisfazer os requisitos aplicáveis à aquisição de acções próprias (*v.g.* regra geral, a sociedade não pode deter obrigações próprias de valor superior a 10% do capital social<sup>24</sup>). Em qualquer caso, só podem ser adquiridas obrigações inteiramente libertadas, devendo observar-se na sua aquisição o princípio do igual tratamento dos obrigacionistas<sup>25</sup>.

Enquanto as obrigações pertencerem à sociedade ficam suspensos os respectivos direitos. Porém, a extinção da obrigação por confusão, não intervém de forma automática dada a representação cartular ou escritural do direito<sup>26</sup>. Daí que a sociedade possa optar entre manter as obrigações em carteira para alienação posterior, conversão, ou amortização<sup>27</sup>.

A contrapartida da recompra de obrigações próprias pode consistir noutros valores mobiliários. Com efeito, nada impõe que a emissão de obrigações corresponda a uma prestação pecuniária do subscritor. Embora as obrigações sejam valores mobiliários representativos de um crédito de natu-

<sup>22</sup> Sobre o âmbito da remissão operada pelo n.º 1 do artigo 354.º para o regime das obrigações próprias, *vide* Florbela de Almeida Pires, em A. Menezes Cordeiro (coord.) *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coimbra, Almedina, 2009, pág. 872.

<sup>23</sup> Florbela de Almeida Pires, *ob. e loc. cit.*; Carlos Osório de Castro, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, 2.ª Edição, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998, pág. 161.

<sup>24</sup> *Vide* artigo 317.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais. A aplicação deste limite à aquisição de obrigações próprias é objecto de controvérsia. Para Florbela de Almeida Pires, *ob. e loc. cit.*, a sociedade está impedida de adquirir obrigações representativas de mais de 10% de cada emissão. O n.º 3 do referido artigo 317.º contempla excepções a este limite, designadamente se: (i) a aquisição resultar do cumprimento pela sociedade de disposições da lei; (ii) a aquisição visar executar uma deliberação de redução do capital; (iii) seja adquirido um património, a título universal; (iv) a aquisição seja feita a título gratuito; (v) a aquisição seja feita em processo executivo; (vi) a aquisição decorra de processo estabelecido na lei ou no contrato para a falta de realização das obrigações subscritas.

<sup>25</sup> *Vide* artigos 318.º e 321.º do Código das Sociedades Comerciais. Neste sentido, *vide* Florbela de Almeida Pires, *ob. e loc. cit.*

<sup>26</sup> Carlos Osório de Castro, *ob. cit.*, pág. 161, nota 122.

<sup>27</sup> *Cfr.* o n.º 2 do artigo 354.º do Código das Sociedades Comerciais.

reza pecuniária<sup>28</sup>, a «entrada» do subscritor pode ser realizada em espécie, designadamente através de novação ou dação em cumprimento de crédito do subscritor sobre a sociedade<sup>29</sup>. Haverá então uma oferta (particular) de troca (caso o crédito do subscritor sobre a sociedade configure ele próprio um valor mobiliário), que deve ser dirigida a um número limitado de destinatários, não ser precedida de prospecção ou recolha de intenções de investimento nem objecto de promoção publicitária, sob pena de ficar sujeita ao regime da oferta pública<sup>30</sup>.

### 3.2.3 · Oferta pública de aquisição

Se dispuser de liquidez para o efeito, o emitente pode, em alternativa, lançar uma oferta pública de aquisição sobre os valores mobiliários em questão. Seja o exemplo de uma sociedade que emitiu obrigações. Posteriormente, a taxa de juro prevalecente no mercado cai. A sociedade pode contratar um novo financiamento à taxa de juro actual e, com os fundos assim obtidos, recomprar as obrigações antigas, diminuindo em consequência o serviço da dívida.

Semelhante operação reveste maior interesse quando a titularidade dos valores mobiliários se encontrar dispersa e o emitente pretender recomprar um volume significativo de títulos. Em compensação, o processo de oferta pública envolve o cumprimento de requisitos e formalidades legais mais exigentes.

Nos desenvolvimentos que seguem atender-se-á apenas ao direito mobiliário português.

Nos termos do artigo 108.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários, a oferta pública será regulada pelas disposições do Título III do Código dos Valores Mobiliários e pelos regulamentos que as complementam sempre que for dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal, seja qual for a lei pessoal do oferente ou do emitente e o direito aplicável aos valores mobiliários que dela sejam objecto<sup>31</sup>.

A realização da oferta é precedida da divulgação de anúncio de lançamento<sup>32</sup> e de um prospecto, sujeito a registo prévio na CMVM<sup>33</sup>, que contenha «informação completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objecto e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da actividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante»<sup>34</sup>. Entre as informações que devem constar do prospecto, contam-se a contrapartida da oferta e as quantidades mínima e máxima de valores mobiliários que o oferente se propõe adquirir<sup>35</sup>.

Caso o universo de destinatários da oferta inclua também residentes no estrangeiro, haverá que aferir se no país de residência (acolhimento) em causa a oferta configura igualmente uma oferta ao público de valores mobiliários (e, em caso afirmativo, de que tipo – aquisição ou outro, v.g. distribuição) e, nessa medida, quais os requisitos legais de cumprimento obrigatório. Em particular, no que diz respeito ao prospecto, será necessário averiguar da necessidade e possibilidade de recorrer ao regime comunitário do prospecto (caso o país de acolhimento seja um Estado membro da União Europeia), ou outro sistema de reconhecimento mútuo consagrado nesse país<sup>36</sup>.

A menos que o oferente seja um intermediário financeiro autorizado, a oferta pública de aquisição em Portugal deve contar com a intervenção de intermediário financeiro que preste pelo menos os

de ofertas públicas de aquisição *vide* artigo 145.º-A do Código dos Valores Mobiliários.

**32** *Vide* artigo 183.º-A do Código dos Valores Mobiliários. Desde que a oferta não tenha por objecto acções nem valores mobiliários que dêem direito à sua subscrição ou aquisição - caso das obrigações convertíveis em acções ou das obrigações com *warrant* -, fica dispensada a divulgação de anúncio preliminar, entre outras formalidades (regras relativas aos deveres de informação sobre transacções efectuadas, aos deveres do emitente, à oferta concorrente e à oferta pública de aquisição obrigatória) previstas no Código dos Valores Mobiliários e na regulamentação complementar. *Vide* a este propósito o n.º 3 do artigo 173.º do Código dos Valores Mobiliários.

**33** *Vide* os artigos 134.º e 135.º do Código dos Valores Mobiliários.  
**34** *Vide* o n.º 2 do artigo 114.º do Código dos Valores Mobiliários.

**35** *Vide* alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 138.º do Código dos Valores Mobiliários.

**36** A propósito da interacção do regime jurídico das ofertas públicas de aquisição com a Directiva do Prospecto *vide* Ana Sá Couto, «Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA», em *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, CMVM, Dezembro 2006, págs. 77-78.

**28** Ou não, no caso de obrigações pagáveis em acções. Em todo o caso, o valor nominal de qualquer obrigação emitida no mercado português deve ser expresso na unidade monetária dotada de curso legal em Portugal, nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 352.º do Código das Sociedades Comerciais.

**29** *Vide* a este propósito António Silva Dias, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Lisboa, Quid Juris, 2002, pág. 35 e ss. e Carlos Osório de Castro, *ob. cit.*, pág. 141 e nota 95.

**30** *Vide* nota 21 *supra*.

**31** Relativamente à autoridade competente para a supervisão

serviços de assistência a partir do anúncio de lançamento e de recepção das declarações de aceitação<sup>37</sup>.

A oferta pública de aquisição pode ser total ou parcial, consoante se dirija à totalidade ou a parte dos valores mobiliários visados. Caso o volume de aceitação seja superior ao contemplado na oferta parcial, proceder-se-á ao rateio na proporção dos valores mobiliários cuja alienação é pretendida pelos destinatários, a menos que critério diverso se encontre previsto no prospecto e não mereça oposição da CMVM<sup>38</sup>.

A oferta pode ser sujeita a condições que correspondam a um interesse legítimo do oferente e que não afectem o funcionamento normal do mercado, desde que a sua verificação não dependa do oferente<sup>39</sup>.

Na medida em que se trata de uma oferta pública de aquisição voluntária, a contrapartida é livremente fixada pelo oferente, não estando sujeito à *best price rule* imposta para as ofertas públicas de aquisição obrigatórias<sup>40</sup>. Não obstante, em qualquer caso, será aplicável o princípio do igual tratamento dos destinatários que impõe um preço «único, salvo a possibilidade de preços diversos consoante as categorias de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objectivos e em função de interesses legítimos do oferente»<sup>41</sup>. Neste contexto, poder-se-á discutir a admissibilidade, à luz do direito português, do pagamento pelo oferente de uma contrapartida superior para as aceitações da oferta mais precoces (*early tender premiums*), como instrumento de estímulo à aceitação da oferta.

### 3.2.4 · Oferta pública de troca

A oferta pública de troca é uma espécie do género das ofertas públicas de aquisição, cuja característica distintiva reside na circunstância de a contrapartida proposta consistir exclusivamente em valores mobiliários, emitidos ou a emitir, ou uma combinação de dinheiro e valores mobiliários (contrapartida

mista)<sup>42</sup>. Os valores mobiliários oferecidos devem possuir elevada liquidez e ser de fácil avaliação<sup>43</sup>.

Através de uma oferta de troca, o emitente pode prosseguir objectivos diferentes. Assim, por exemplo, se trocar obrigações de juro elevado por obrigações com juro mais baixo, consegue reduzir o serviço da dívida. É igualmente possível abater o capital em dívida, seja mediante a troca dos instrumentos de dívida por instrumentos de capital (*debt equity swap*), seja mediante a troca de instrumentos de dívida por outros instrumentos de dívida (*debt for debt*), mas com uma razão de troca inferior ao par. Em terceiro lugar, é possível reestruturar o prazo de vencimento da dívida, mediante a troca de dívida com prazo de vencimento mais curto por nova dívida com prazo de vencimento mais alargado. Por fim, é igualmente possível por esta via eliminar cláusulas onerosas para o emitente previstas nos termos e condições dos títulos, trocando os valores mobiliários antigos por novos valores que não as contemplem.

O regime da oferta pública de troca coincide em larga medida com o da oferta pública de aquisição, pelo que vale aqui, com pequenas adaptações, o que ficou dito a respeito desta última.

Desde logo, neste caso, a operação incluirá a oferta de outros valores mobiliários cujas características deverão ser descritas nos documentos da oferta. Por este motivo, se a contrapartida da oferta consistir em valores mobiliários emitidos, o prospecto deve incluir, para além dos demais elementos que devem constar do prospecto de oferta pública de aquisição (nos termos do Código dos Valores Mobiliários e do Regulamento da CMVM n.º 3/2006), todas as informações que seriam exigíveis se os valores mobiliários fossem objecto de uma oferta pública de venda. Se a contrapartida consistir em valores mobiliários a emitir, o prospecto deve conter todas as informações que seriam exigíveis caso estes fossem objecto de oferta pública de subscrição<sup>44</sup>. O conteúdo do prospecto de oferta pública de venda ou de subscrição obedece ao disposto no Regulamento (CE) n.º 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril<sup>45</sup>. Também neste caso, dependerá do universo dos destinatários da oferta, poderá assumir relevo a análise das consequências de regime nas jurisdições estrangeiras visadas quanto

37 Vide artigo 113.º do Código dos Valores Mobiliários.

38 Vide o n.º 2 do artigo 112.º do Código dos Valores Mobiliários. Constitui critério diverso, designadamente, a regra da ordem de emissão das declarações de aceitação (*first-come, first-served*) vigente em algumas jurisdições anglo-saxónicas.

39 Vide n.º 3 e 4 do artigo 124.º do Código dos Valores Mobiliários.

40 Vide n.º 1 do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários.

41 Vide n.º 1 do artigo 112.º e n.º 2 do artigo 124.º do Código dos Valores Mobiliários.

42 Vide n.º 1 do artigo 177.º do Código dos Valores Mobiliários.

43 Vide n.º 3 do artigo 177.º do Código dos Valores Mobiliários.

44 Vide n.º 2 do artigo 138.º do Código dos Valores Mobiliários.

45 Vide n.º 1 do artigo 137.º do Código dos Valores Mobiliários.

à qualificação da oferta (como oferta pública de aquisição ou de distribuição) e à eficácia do prospecto aprovado pela CMVM nesses países (ao abrigo do regime comunitário do prospecto, ou do regime de reconhecimento mútuo).

Se a contrapartida da oferta consistir em acções a emitir pelo oferente (*debt equity swap*), a realização do LME implicará a prévia deliberação pelos órgãos sociais competentes do emitente de um aumento de capital por entradas em espécie, com observância do respectivo regime legal, o qual não cabe agora desenvolver. A realização deste aumento de capital poderá dar lugar à diluição da participação dos accionistas existentes, na medida em que estes não sejam titulares dos valores mobiliários objecto da oferta na proporção da respectiva participação no capital social do emitente.

### 3.2.5 · Alterações dos termos e condições

Para além das modalidades de LME até agora analisadas, uma sociedade pode pretender alterar certos termos e condições dos valores mobiliários por si emitidos sem, contudo, proceder ao respectivo reembolso, amortização ou aquisição. Para tanto, carecerá do consentimento dos respectivos titulares.

O ordenamento jurídico português confere à assembleia geral dos obrigacionistas de uma determinada série competência para modificar as condições dos créditos dos seus titulares<sup>46</sup>. A deliberação deve ser aprovada, em primeira convocatória,

por metade dos votos correspondentes a todos os obrigacionistas e, em segunda convocatória, por dois terços dos votos emitidos<sup>47</sup>. As modificações não se podem traduzir num aumento dos encargos dos obrigacionistas ou no tratam ento desigual destes<sup>48</sup>. Acresce que as modificações também não devem ser de tal maneira profundas que descaracterizem o valor mobiliário em termos tais que este possa ser considerado um valor mobiliário novo.

Na prática anglo-saxónica, a alteração dos termos e condições dos valores mobiliários é, por vezes, realizada no contexto de uma oferta pública de aquisição ou de troca, na qual a aceitação dos destinatários fica sujeita à condição de votarem favoravelmente as modificações pretendidas nos termos e condições do valor mobiliário visado (*exit consent*). Deste modo, o consentimento à modificação do valor mobiliário é prestado pelos titulares que se dispõem a aceitar a oferta pública e que, por isso, estão em vias de abdicar dos seus títulos. A possibilidade de alienar os valores mobiliários antigos, incentiva os titulares a aceitar as modificações pretendidas, uma vez que estas não virão a afectá-los. Se mais de metade dos titulares dos valores mobiliários visados aceitarem a oferta, a modificação dos termos e condições será aprovada em assembleia geral convocada para o efeito. Desde que a modificação respeite o interesse comum dos obrigacionistas, até os mais irredutíveis a ela ficarão vinculados. Porque corresponde a um interesse legítimo do oferente e não afecta o normal funcionamento do mercado, esta condição deverá ser admitida no direito português, à luz do n.º 3 do artigo 124.º do Código dos Valores Mobiliários<sup>49</sup>.

<sup>46</sup> Vide alínea b) do n.º 4 do artigo 355.º do Código das Sociedades Comerciais. É controverso o âmbito da competência assim atribuída à assembleia dos obrigacionistas. Pode a assembleia deliberar a redução do valor dos créditos? Para uma certa corrente doutrinária, não. Para uma outra, sim, mas apenas podem ser modificadas condições acessórias ou características não-estruturais. Para uma terceira, toda e qualquer condição do empréstimo pode ser alterada, desde que isso não redunde num aumento de encargos, não gere desigualdade de tratamento e se adequue ao interesse comum dos obrigacionistas. Sobre este tema, vide por todos Nuno Barbosa, *Competência das Assembleias de Obrigacionistas*, Coimbra, Almedina, 2002, pág. 183 e 195, subscrevendo a terceira tese.

<sup>47</sup> Vide o n.º 4 do artigo 355.º do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>48</sup> Vide o n.º 9 do artigo 355.º do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>49</sup> Atendendo à suspensão dos direitos de voto aplicável às obrigações próprias, no direito português, o voto deveria ser emitido pelos destinatários que aceitassem a oferta pública, uma vez que a sociedade não poderia votar com obrigações próprias em virtude dessa suspensão.