

**Acções, Obrigações, Prestações
e
Outros Títulos ou Valores**
Rui Alpalhão
Faculdade de Economia
Universidade Nova de Lisboa

Working Paper n.º 271
Janeiro, 1996

Os pontos de vista expressos neste "Working Paper" são da exclusiva responsabilidade do autor e não traduzem qualquer posição da Faculdade de Economia.

**ACCÇÕES, OBRIGAÇÕES, PRESTAÇÕES
E
OUTROS TÍTULOS OU VALORES**

Rui Alpalhão

Janeiro, 1996

**Faculdade de Economia
Universidade Nova de Lisboa
Travessa Estevão Pinto
1000 LISBOA**

INTRODUÇÃO

Quando a literatura trata a decisão de estrutura financeira, fá-lo, explicita ou implicitamente, admitindo que a opção do gestor financeiro é entre a colocação de dois instrumentos financeiros de características bem demarcadas e opostas, que designaremos simplificadaamente "acções" e "dívida".

As "acções" caracterizam-se por exigirem uma remuneração residual, e assim a sua utilização exclusiva reduz o risco assumido pelos accionistas ao risco operacional, devido apenas à volatilidade dos mercados servidos e às opções produtivas da empresa. Constituem portanto a opção de financiamento que, a um tempo, minimiza o risco e maximiza a flexibilidade. A este risco mínimo não corresponde habitualmente, no entanto, uma situação óptima, pois a utilização de "dívida", cuja remuneração reveste o carácter de um custo fixo financeiro, é elegível como custo fiscal, e nessa medida, desde que a empresa tenha lucros tributáveis, provoca uma transferência de riqueza do Estado, que recebe menos impostos, para os accionistas. Por outro lado, os credores da empresa isolam-se contratualmente do risco operacional¹, e, assim sendo, exigem uma remuneração inferior à dos accionistas, fazendo com que a utilização de dívida se traduza na entrada na empresa de capitais mais baratos do que os capitais próprios. Por outro lado, a assunção de custos fixos adicionais na esfera financeira aumenta a exposição dos accionistas ao risco, que passa a ter duas dimensões - operacional e financeira -, fazendo com que o prémio de risco exigido para deter acções da empresa cresça, e introduzindo a possibilidade de liquidação forçada por incumprimento do serviço da dívida.

¹Com a ressalva, naturalmente, da tradução deste em incumprimento do serviço da dívida contratado.

As dimensões relevantes destes dois instrumentos alternativos de financiamento são, assim, a necessidade ou não de reembolso do capital angariado, o carácter residual ou não da remuneração, bem como a sua exigibilidade como custo fiscal, a exposição ao risco de falência, o impacto no risco financeiro e, ainda, a diluição ou não do controle sobre os negócios sociais com a colocação dos títulos à subscrição e a consequente entrada de novos sócios sempre que os actuais não tenham capacidade para subscrever integralmente os aumentos de capital necessários à manutenção de uma estrutura financeira equilibrada. Nesta forma pura, as "acções" e a "dívida" são instrumentos praticamente simétricos em todas as dimensões relevantes, como se pode ver no quadro seguinte:

Dimensão	Dívida	Acções
Reembolso do capital	Sim	Não
Remuneração compulsiva	Sim (Juros)	Não (Dividendos)
Dedutibilidade fiscal da remuneração	Sim (Juros)	Não (Dividendos)
Introdução de risco de falência	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

No entanto, na prática da gestão financeira, o decisor é defrontado com a opção, não entre dois instrumentos cuja definição conceptual é clara e antagónica, mas entre os vários instrumentos definidos no enquadramento institucional em que se movimenta. Naturalmente, estes incluem instrumentos "puros" como os que, por facilidade pedagógica, são tipicamente apresentados na discussão da optimalidade das estruturas financeiras, e outros de características híbridas.

Neste artigo caracteriza-se o espectro de instrumentos financeiros, dos puros ao híbridos, consagrados na Lei Portuguesa e posicionam-se estas várias responsabilidades das empresas num hipotético contínuo Acções-Dívida de forma a destacar as implicações da opção por um ou outro instrumento em situações concretas de tomada de decisão.

UM ESPECTRO DE RESPONSABILIDADES

Para extremos do contínuo pretendido tomaremos os instrumentos de características mais puras previstos no nosso enquadramento institucional, as Acções Ordinárias que reproduzem fielmente o instrumento que acima designámos "Acções", e os Empréstimos (não sendo relevante aqui se por Obrigações, se angariados junto do sistema bancário) habitualmente

ditos "clássicos", isto é, que não conferem acesso, ainda que contingente, ao capital e cuja remuneração é independente de variáveis financeiras da empresa².

A Lei portuguesa consagra explicitamente vários tipos de responsabilidades híbridas, ou seja, com algumas características de "acções" e algumas características de "dívida", nomeadamente:

- acções preferenciais sem voto;
- acções preferenciais remíveis;
- obrigações convertíveis;
- obrigações com direito de subscrição de acções;
- obrigações participantes;
- prestações acessórias;
- prestações suplementares;
- suprimentos; e
- títulos de participação.

que se descrevem e caracterizam brevemente, em termos das dimensões relevantes, nas secções seguintes.

ACÇÕES PREFERENCIAIS SEM VOTO

Estas acções³ podem ser emitidas até um montante representativo de metade do capital social. Conferem direito a um dividendo prioritário, não inferior a 5% do respectivo valor nominal, retirado dos lucros distribuíveis, e ao reembolso prioritário, relativamente aos accionistas ordinários (mas subordinado relativamente aos credores) do seu valor nominal, e apenas deste, em caso de liquidação. Conferem ainda todos os direitos inerentes às acções ordinárias, excepto o direito de voto.

No caso de os lucros distribuíveis não serem, num exercício, suficientes para assegurar o pagamento do dividendo prioritário, este deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes; esta *cumulative dividend provision*, obrigatória entre nós, não existe forçosamente em muitos outros enquadramentos institucionais. Caso o dividendo preferencial não seja integralmente pago durante dois exercícios, as acções preferenciais passam a conferir o direito de voto, e só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso.

²Podendo, ou não, depender de variáveis exógenas a esta, tipicamente um ou vários indexantes de mercado.

³Artigos 341º a 344º do Código das Sociedades Comerciais.

Os dividendos preferenciais podem ainda ser ou não participantes (*adjustable dividends* ou *participating preferred* na terminologia americana), ou seja, receber o dividendo preferencial estipulado e, adicionalmente, um dividendo idêntico ao atribuído às acções ordinárias⁴.

Estes títulos, sendo acções, e portanto financiamentos consolidados, representam um custo fixo de financiamento para a empresa - o dividendo preferencial - e, tal como os títulos de dívida, não conferem aos seus subscritores a capacidade de influenciar a gestão da empresa. No entanto, em caso de indisponibilidade de lucros distribuíveis a empresa pode abster-se de remunerar os seus accionistas preferenciais sem incorrer em risco de liquidação forçada, mas apenas com a consequência de a persistência nesta incapacidade levar à atribuição do direito de voto aos accionistas preferenciais. Combinam-se assim características das acções (ausência de reembolso, nenhuma contribuição para o risco de falência, não aceitação da remuneração explícita como custo fiscal) com características das obrigações (remuneração fixa, ausência de pressão sobre o controle da sociedade).

Em termos das dimensões listadas e ainda do tratamento contabilístico, temos:

Dimensão	Acções Preferenciais sem Voto	Dívida	Acções
Tratamento Contabilístico	Capital Próprio	Passivo	C.Próprio
Reembolso do Capital	Não	Sim	Não
Remuneração compulsiva	Sim	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Não	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Não	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

ACÇÕES PREFERENCIAIS REMÍVEIS

São acções⁵ que, gozando de algum privilégio patrimonial (um dividendo preferencial ou outro), podem, quando da sua emissão, ficar sujeitas a remição em data fixa ou quando a Assembleia Geral o deliberar. A contrapartida de remição destas acções só pode ser retirada de fundos que possam ser distribuídos aos accionistas. Em caso de incumprimento da remição na data fixada, e na falta de disposição concreta do contrato de sociedade, qualquer

⁴Para uma descrição de outras formas de dividendos preferenciais não previstos na Lei Portuguesa, como os *adjustable rate preferred* e os *convertible adjusted preferred*, ver, por exemplo, Lawrence D. Schall e Charles W. Haley. *Introduction to Financial Management*, 4ª edição. McGraw Hill, 1986.

⁵Artigo 345º do Código das Sociedades Comerciais.

titular destas acções pode requerer judicialmente a dissolução da sociedade depois de passado um ano sobre aquela data.

A Lei portuguesa define de forma pouco precisa os contornos deste instrumento, pois admite para estas acções quaisquer privilégio creditório. As características de acção surgem aqui reduzidas ao estatuto fiscal, comportando-se o título potencialmente como uma obrigação relativamente a tudo o resto.

Resumindo, temos:

Dimensão	Acções Preferenciais Remíveis	Dívida	Acções
Tratamento Contabilístico	Capital Próprio	Passivo	C. Próprio
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração compulsiva	Sim	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Não	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Sim	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

OBRIGAÇÕES CONVERTÍVEIS

Só podem emitir estas obrigações⁶ as sociedades cujas acções estejam cotadas nas Bolsas de Lisboa ou Porto. Estas obrigações conferem aos seus subscritores o direito de, num período de tempo predeterminado, optar pela transformação em acções da empresa emitente ao preço (dito de conversão) implicitamente definido pela razão entre o valor nominal das convertíveis e o respectivo *ratio* de conversão (número de acções em que uma obrigação pode ser convertida). A relação entre a cotação da acção à data da emissão das convertíveis e o preço de conversão chama-se prémio de conversão.

Estas obrigações têm características de acções na medida em que parte da sua remuneração depende da *performance* da empresa, pois a conversão só é interessante quando o preço das acções sobe o suficiente para ultrapassar o prémio de conversão fixado no momento da emissão. Caso contrário, o subscritor é remunerado apenas por via do cupão, inferior ao que obteria numa obrigação clássica da mesma empresa.

⁶Artigo 360º e 365º do Código das Sociedades Comerciais.

A maior ou menor proximidade relativamente a uma acção depende da combinação do cupão e do prémio de conversão. Uma convertível com um cupão baixo e um prémio de conversão alto está mais próxima de uma acção (parte substancial da sua remuneração é contingente na valorização da cotação da empresa), enquanto que um cupão relativamente alto e um prémio de conversão baixo colocam uma convertível próxima de uma obrigação (o cupão é quase tão alto como o de uma obrigação clássica).

Em resumo:

Dimensão	Obrigações Convertíveis	Dívida	Acções
Tratamento Contabilístico	Passivo	Passivo	C.Próprio
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Parcialmente	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Sim	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Sim	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Sim (embora contingente)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

OBRIGAÇÕES COM DIREITOS DE SUBSCRIÇÃO DE ACCÕES (*WARRANTS*)

Estas obrigações⁷ só podem ser emitidas desde que se encontrem cotadas em Bolsa as acções da sociedade emitente daquelas que poderão ser adquiridas pelo exercício do direito de subscrição (e, portanto, não forçosamente as da empresa emitente).

Os *warrants* são opções que dão ao seu detentor o direito de subscrever acções, numa determinada data ou intervalo de tempo e por um preço predeterminado, o preço de exercício. Quando o emitente das obrigações e dos *warrants* não é o mesmo, exige-se que este detenha, directa ou indirectamente, uma participação maioritária no capital social da sociedade emitente das obrigações. Salvo disposição em contrário, os direitos de subscrição são destacáveis das obrigações, ainda que emitidos em conjunto.

⁷Artigos 360º, 372º-A e 372º-B do Código das Sociedades Comerciais.

Da mesma forma que as obrigações convertíveis, parte da remuneração dos *warrants* é contingente na valorização das acções da empresa, pois o preço de exercício da opção de subscrição das novas acções é fixado num valor superior ao da cotação corrente à data da oferta, enquanto que o valor mínimo de um *warrant* é dado, em cada momento, pelo produto, se positivo (pois um *warrant*, dadas as suas características de opção, tem de valer pelo menos zero) entre o número de acções susceptíveis de aquisição mediante o exercício de um *warrant* e a diferença entre a cotação das acções e o preço de exercício; assim sendo, para que o exercício de um *warrant* se revele lucrativo, é necessário que a cotação se aprecie.

Em termos das dimensões em análise, a situação das obrigações com *warrants* é a seguinte:

Dimensão	Obrigações com Direitos de Subscrição de Acções	Dívida	Acções
Tratamento Contabilístico	Passivo	Passivo	C. Próprio
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Parcialmente	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Sim	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Sim	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Não
Diluição de controle	Sim (embora contingente)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

OBRIGAÇÕES PARTICIPANTES

Estas obrigações⁸ conferem aos seus titulares juros, prémios e/ou planos de reembolso total ou parcialmente dependentes e variáveis em função dos lucros da sociedade emiteente.

Têm a maior parte das características das obrigações, com a importante diferença de admitirem uma remuneração residual, porque dependente do montante e da própria existência de lucros, e assim proporcionarem uma flexibilidade próxima da dos capitais próprios.

⁸ Artigos 360º a 364º do Código das Sociedades Comerciais. Estes títulos são designados, na literatura de língua inglesa, *income bonds*.

Recapitulando:

Dimensão	Obrigações Participantes	Dívida	Ações
Tratamento Contabilístico	Passivo	Passivo	Capital Próprio
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Parcialmente	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Sim	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Sim	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Não
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

TÍTULOS DE PARTICIPAÇÃO

Dos vários híbridos explicitamente regulados na Lei portuguesa, os Títulos de Participação⁹ são, embora importados de França, aqueles que mais directamente estão ligados à resolução de um problema de financiamento específico das empresas portuguesas. São, também, os mais híbridos contabilisticamente, pois apesar de equiparados aos Capitais Próprios, a sua remuneração, para além de ser custo fiscal, contribui negativamente para a formação do Resultado.

Os Títulos de Participação foram introduzidos em 1985 na sequência da constatação da incapacidade financeira do Estado, enquanto accionista das empresas públicas, para acorrer aos aumentos de capital necessários à manutenção da adequada solvabilidade de boa parte destas. Vedada pela nacionalização, pela Constituição e pela vontade política de então, a hipótese de abertura, ainda que parcial, do capital, procurou-se um instrumento que combinasse características de acção (consolidado, excepto por opção da empresa, sem acção sobre o risco de falência¹⁰, alguma remuneração residual) e de obrigação (remuneração eligível como custo fiscal, ausência de direito a voto) e que fosse contingente com a *performance* da empresa mas independente da colação das suas acções, que o estatuto de empresa pública inviabilizava. Da combinação destas restrições surgiram os Títulos de Participação, híbridos que a literatura financeira anglo-americana não contempla, pois um dos requisitos que estiveram na sua génese - a total separação dos mercados de acções, local

⁹Decreto-Lei nº 321/85, de 5 de Agosto, Portarias 37/86 e 38/86, de 27 de Janeiro, Decreto-Lei 407/86, de 6 de Dezembro, Decreto-Lei 229-A/88, de 2 de Julho, Decreto-Lei 215/89, de 1 de Julho; Decreto-Lei 142-A/91, de 10 de Abril.

¹⁰Que a própria natureza das empresas públicas, aliás, afastava à partida.

privilegiado para a geração de remunerações contingentes - não tem aplicação senão em situações muito particulares, como a portuguesa da época.

Em termos da grelha de análise a que temos vindo a recorrer, os Títulos de Participação caracterizam-se da seguinte forma:

Dimensão	Títulos de Participação	Dívida	Acções
Tratamento Contabilístico	Capital Próprio	Passivo	C.Próprio
Reembolso do Capital	Não	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Parcialmente	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Sim	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Não	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

PRESTAÇÕES ACESSÓRIAS

Este instrumento¹¹, híbrido mesmo na designação, aplica-se a Sociedades Anónimas em que o contrato de sociedade imponha aos accionistas a obrigação de dotar a Sociedade com capital para além das entradas em dinheiro para realização do Capital Social. As Prestações Acessórias podem ser efectuadas onerosa ou gratuitamente, e reembolsadas independentemente da existência de lucros.

Reduzindo estes títulos às dimensões que temos vindo a usar, temos:

Dimensão	Prestações Acessórias	Dívida	Acções
Tratamento Contabilístico	Capital Próprio	Passivo	C.Próprio
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Sim	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Sim	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Não	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

¹¹ Artigo 287º do CSC.

PRESTAÇÕES SUPLEMENTARES

Estas Prestações¹², apenas aplicáveis às sociedades por quotas, são entregas em dinheiro exigíveis aos sócios (desde que o contrato de sociedade o preveja), que não vencem juros, e são substancialmente equivalentes a um aumento de capital, sem no entanto exigirem as formalidades legais, e despesas, inerentes a estes. Estas Prestações são, além disso, muito flexíveis, pois podem ser restituídas aos sócios, tendo como única restrição garantir que, na sequência da restituição, a Situação Líquida não fique inferior à soma do Capital Social e da Reserva Legal.

Dimensão	Prestações Suplementares	Dívida	Ações
Tratamento Contabilístico	Capital Próprio	Passivo	C.Próprio
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Não	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Não	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Não	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Nulo	Positivo	Nulo
Diluição de controle	Não (excepto em casos de incumprimento)	Não (excepto em casos de incumprimento)	Sim

SUPRIMENTOS

São empréstimos¹³ especiais dos sócios à sociedade, em dinheiro ou coisas fungíveis, ou diferimentos de créditos destes, correspondentes a uma parcela do Passivo, e que se distinguem dos empréstimos genéricos pelo seu carácter de permanência (prazo de reembolso superior a um ano). Os suprimentos podem vencer juros, e, em caso de falência, só podem ser reembolsados depois de inteiramente satisfeitas as dívidas da sociedade para com terceiros.

¹²Artigo 210º do CSC.

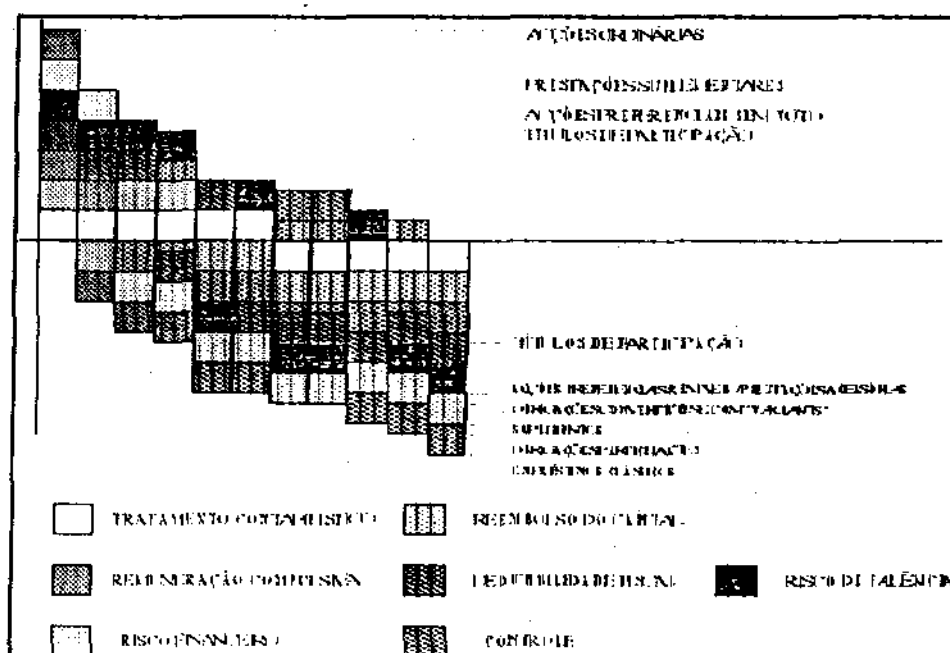
¹³Artigos 243º a 245º do CSC.

Em resumo:

Dimensão	Suprimentos	Dívida	Ações
Tratamento Contabilístico	Passivo	Passivo	C. Própria
Reembolso do Capital	Sim	Sim	Não
Remuneração Compulsiva	Sim	Sim	Não
Dedutibilidade Fiscal da Remuneração	Sim	Sim	Não
Introdução de risco de falência	Não	Sim	Não
Impacto no Risco Financeiro	Positivo	Positivo	Não
Diluição de controle	Não (exceto em casos de incumprimento)	Não (exceto em casos de incumprimento)	Sim

CONCLUSÃO: UM CONTÍNUO AÇÕES-DÍVIDA

A multiplicidade de dimensões relevantes, em termos do seu impacto na estrutura financeira, para a opção por cada instrumento financeiro torna pouco imediata a sua ordenação. No entanto, se aceitarmos um critério de predominância (não ponderada) de características de "ações" ou "dívidas", obtemos a ordenação constante da figura seguinte:



A figura está construída em torno de dois extremos. À esquerda estão representadas as ações ordinárias, sendo as suas sete características definidoras graficadas como retângulos colocados acima do eixo, em que cada tonalidade corresponde a uma característica. À direita, pelo contrário, estão representados os empréstimos clássicos, cujas sete características estão graficadas como retângulos dispostos verticalmente abaixo do eixo. Os instrumentos híbridos estão graficados com as características similares às ações correspondendo a retângulos acima do eixo, e as similares à dívida como retângulos abaixo do eixo. A medida em que o retângulo correspondente à justa posição das sete características se aproxima do retângulo das ações ordinárias ou do dos empréstimos clássicos indica a maior ou menor similitude do instrumento com aquelas ou estes.

Assim, as prestações suplementares são o instrumento mais próximo das ações ordinárias, distinguindo-se daquelas apenas pela necessidade de reembolsar o capital e pela ausência da diluição do controle. Em todas as restantes dimensões relevantes, as prestações suplementares são virtualmente equivalentes a ações ordinárias.

Seguem-se as ações preferenciais sem voto, que se distinguem das ações ordinárias em três aspectos - têm uma remuneração compulsiva, introduzem risco financeiro e a sua emissão não provoca diluição de controle.

Estes são os dois títulos com características predominantemente de ações. Os títulos seguintes do espectro, os Títulos de Participação, apresentam características idênticamente divididas: a remuneração é apenas parcialmente compulsiva (representada por dois retângulos menores, um acima e outro abaixo do eixo), e registam-se três características de ações - o tratamento contabilístico, a ausência de necessidade de reembolso do capital e a não introdução de risco de falência - e três de dívida - a dedutibilidade fiscal da remuneração, a introdução de risco financeiro e a ausência de diluição de controle. Trata-se assim de títulos que podem ser mais aproximados das ações ou da dívida conforme o peso relativo (confirmar) da remuneração fixa (compulsiva) e variável.

Todos os restantes híbridos têm características predominantemente de dívida. As ações preferenciais removíveis e as prestações acessórias, ainda que contabilisticamente tratadas como capitais próprios, assemelham-se às "ações" apenas na não dedutibilidade fiscal da remuneração, no caso das preferenciais removíveis, e na não introdução de risco de falência, no caso das prestações acessórias. Em todas as restantes dimensões, são títulos que se comportam como empréstimos.

As obrigações convertíveis e com direito de subscrição de ações aproximam-se ainda mais dos empréstimos, à excepção da parcela da remuneração que é residual e da existência de diluição potencial do controle, no caso de exercício da opção de conversão ou subscrição por parte dos subscritores.

Mais perto ainda dos empréstimos clássicos temos os suprimentos, cuja única característica de "acção" é a não introdução do risco de falência.

Finalmente, tão perto quanto possível dos empréstimos clássicos estão as obrigações participantes, cuja similitude com as "acções" se limita à existência de uma parcela de remuneração residual.