

**Acções, Obrigações e o Euro
Redominação e Fiscalidade. Alguns Aspectos**

Paula Antão e J.C. Rodrigues da Costa

**Working Paper n° 300
July, 1997**

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

ACÇÕES, OBRIGAÇÕES E O EURO

REDENOMINAÇÃO E FISCALIDADE. ALGUNS ASPECTOS

Paula Antão

J. C. Rodrigues da Costa

RESUMO: Tendo presente a substituição do Escudo pelo Euro no âmbito da 3ª fase da UEM, são analisados dois tipos de implicações para o nosso mercado de capitais. Primeiro a questão da redenominação das acções e das obrigações para a qual são adiantadas algumas possíveis soluções. Depois, e em resultado da provável descida da "yield curve" relevante para a valorização das obrigações, são expostas as consequências fiscais das correspondentes variações bruscas de preço no actual quadro tributário - em especial para as obrigações de cupão zero. Num processo monetário-cambial que se pretende neutro justificar-se-á eventualmente um tratamento de excessão para estas mais-valias pontuais.

1. Introdução

A reforma monetária prevista para o conjunto dos países membros da União Europeia que transitarem para a terceira fase da UEM deverá trazer algumas inovações quando comparada com a maioria das experiências históricas neste campo, e isto em resultado de duas especificidades do caso Europeu:

- por um lado, a taxa de conversão cambial de cada país aderente deverá ser, muito provavelmente, um valor não inteiro e, portanto, não múltiplo de 10;
- por outro lado, poderá ocorrer um "salto" brusco nas taxas de juro nacionais em virtude da alteração no grau de credibilidade trazida pela adesão à união monetária¹.

Este estudo analisa alguns dos efeitos desta dupla alteração ao nível tanto dos emitentes como dos investidores e procura encontrar algumas soluções que permitam minimizar esses impactes. Aborda-se ainda o lado da fiscalidade sobre o investimento em obrigações, alertando para algumas consequências da potencial variação na remuneração exigida.

2. A taxa de conversão cambial do Escudo

Neste momento e de acordo com o Tratado da União, apenas se sabe a taxa de conversão do ECU para a moeda única - ao par - não sendo ainda conhecidas as pari-

¹ Neste estudo não é relevante que essa 3ª fase se inicie ou não em 1 de Janeiro de 1999, embora todos os exemplos numéricos estejam calculados com base nesse calendário.

dados a adoptar para cada uma das actuais moedas nacionais. Também é conhecida a exigência de que a transição só por si não altere o valor externo do ECU/Euro.

Mas não se conhece sequer o mecanismo técnico a usar pelo Conselho Europeu para fixar as diversas relações de troca, embora tenham vindo a perfilar-se no horizonte três soluções com maior probabilidade de virem a ser escolhidas:

- adoptar como taxa de conversão o câmbio do último dia de 98: as operações de arbitragem imporão sempre esta igualdade cambial, mas postergar demasiado a escolha desse valor torna essa última cotação de mercado muito vulnerável às pressões especulativas finais que possam vir a ser montadas sobre a divisa de cada país aderente;

- adoptar a actual taxa central de cada divisa nacional dentro do MTC do SME: é uma taxa há muito conhecida - o último realinhamento foi em 6/Março/95 - pelo que será sempre imune a pressões de última hora; a desvantagem é que pode ser um valor que, em alguns países, esteja desajustado da sua realidade económica corrente em comparação com a dos outros aderentes ao Euro;

- escolher como razão de troca uma média das cotações dos últimos meses (ver figura seguinte) o que teria várias vantagens:

- + é uma solução que pode ser anunciada com antecedência;

- + o valor final a adoptar deverá ir ajustando-se calmamente à realidade económica corrente até à data do seu "congelamento";

- + é um mecanismo que tende a forçar os mercados a aproximarem as cotações correntes da média até aí vigente; exactamente por isso, estima-se que seja bastante imune a pressões especulativas, principalmente se o período amostrado for suficientemente longo para que cada dia de eventuais pressões futuras sobre as cotações pese pouco no resultado dessa média;

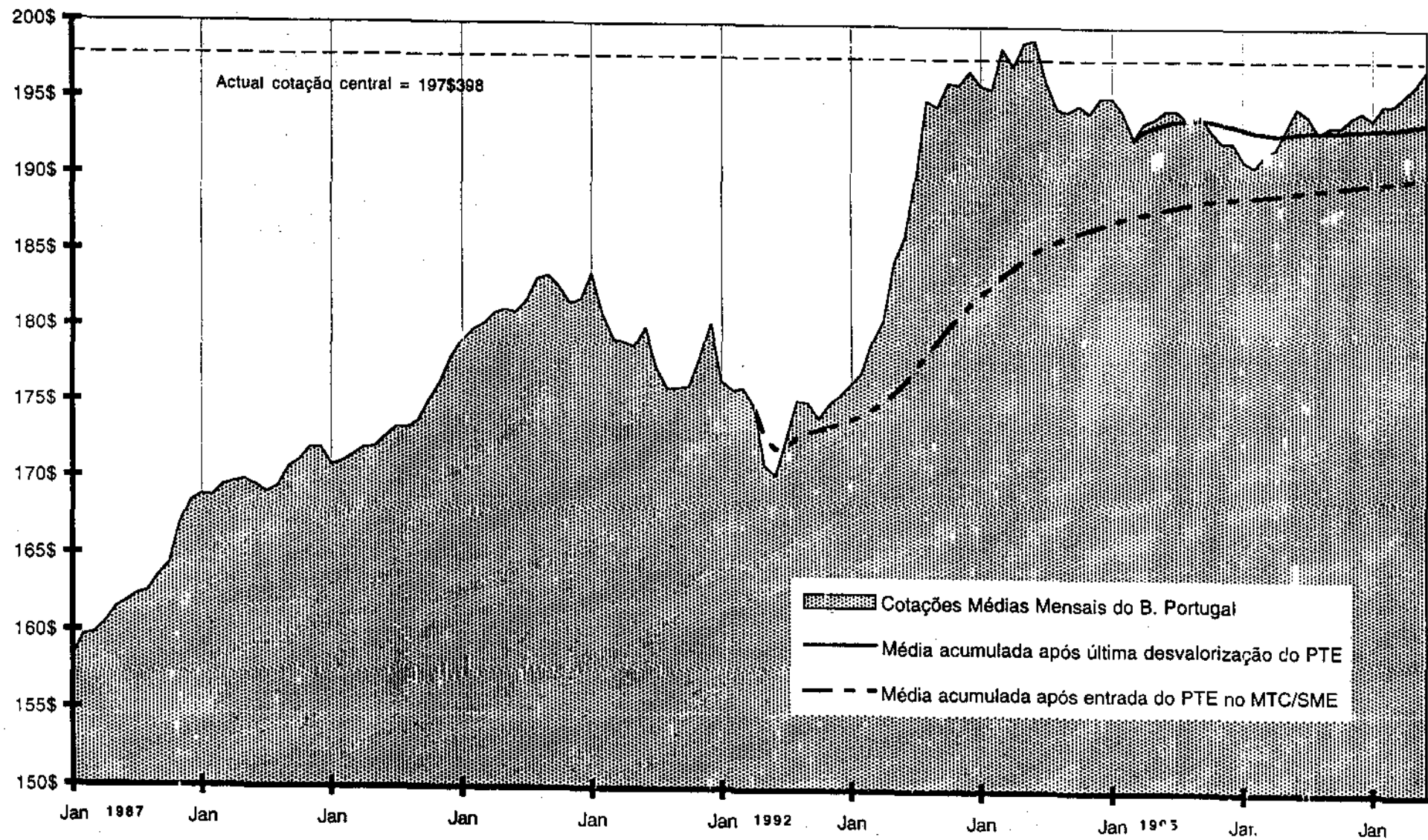
- + tem, no entanto, a desvantagem de, no momento em que este critério for anunciado, poder "disparar" um processo de pressão sobre as actuais cotações das moedas que estejam muito longe da sua média histórica; por isso mesmo, não convém usar demasiados meses para trás para não envolver períodos com preços muito diferentes dos actuais.

Em quaisquer circunstâncias, o que parece certo é que o Euro virá a ser fixado em escudos através de um preço algo "incómodo", na medida em que não deverá ser um valor inteiro². De facto, será muito difícil encontrar uma taxa de conversão aritmeticamente "cómoda" para todas as divisas e, ao mesmo tempo, conseguir que a conversão do ECU seja feita ao par.

² De facto, seria altamente simplificadora uma taxa de 200\$000 por Euro: cada conto de reis daria simplesmente Euro 5,00 !

COMPORTAMENTO DAS COTAÇÕES DO ECU EM PTE

JAN DE 87 A JUN DE 97



4. Redenominação das Acções

Para estes valores têm sido propostas basicamente duas modalidades de redenominação conhecidas na literatura inglesa como a visão "top-down" e a visão "bottom-up".

Mas, para o mercado nacional, a facilidade com que, nos aumentos do Capital Social das empresas, são tratados os direitos de subscrição e de incorporação de novas acções deverá permitir uma terceira solução bem mais flexível que as duas anteriores porque muito adaptável às várias políticas de capitalização adoptadas pelas sociedades assim como às possíveis taxas de conversão do Escudo para o Euro.

4.1. Visão "Top-down"

Trata-se de uma solução demasiado simplificadora porque muito influenciada por uma perspectiva contabilística elementar em que se privilegia a simples conversão cambial da rubrica do Capital Social da emitente - na conversão das várias contas do balanço, também aquele capital será expresso na nova divisa comunitária.

Tratando-se, em geral, de um montante monetário elevado, a simples operação aritmética de tradução para Euros (e centavos) determinará, no máximo, um pequeno erro de arredondamento perfeitamente negligenciável. Por exemplo, um Capital Social de 50.000 contos - representado por 50 mil acções de 1.000\$00 - que, à taxa de 195\$572/Euro, deveria passar para Euro 255.660,31947, terá de ser aproximado para o centavo mais próximo, dando um erro por excesso de Euro 0,00053⁴.

Contudo, entre nós esse erro poderá revelar-se ligeiramente maior. De facto, o Capital Social das sociedades anónimas é visto como a soma dos valores nominais das acções por ela emitidas⁵ e se não for admissível trabalhar com um valor nominal de Euro 5,1132064⁶ porque "incómodo", será necessário compatibilizar o resultado da simples conversão aritmética do valor global do Capital com a soma dos valores nominais escolhidos para as novas acções representativas daquele montante.

As tabelas seguintes retratam uma série de exemplos concretos resultantes da conjugação de duas possíveis alternativas de valor nominal das acções⁷ - Euro 1,00 e Euro 5,00 - com quatro taxas de conversão cambial⁸ e com quatro diferentes ordens de grandeza de Capital Social⁹.

⁴ Ver este exemplo na tabela seguinte.

⁵ Desde que totalmente integralizadas como é o caso mais comum.

⁶ Para uma cotação do Euro de 195\$572, cada 1.000\$00 valerão Euro 5,1132064.

⁷ Note-se que um valor de Euro 5,00 corresponde quase a 1.000\$00.

⁸ Recorde-se que a presente taxa central do ECU no MTC do SME é de 197\$398 (muitas vezes aproximado para 197\$4) desde que a Lira Italiana regressou ao MTC em Dezembro de 1986. Como base de comparação é usada a cotação "fácil" de 200\$000 por Euro.

⁹ O balanço do Banco BCI, em 31 de Dezembro de 1996, reportava 31.116.036 contos de Capital Social.

REDENOMINAÇÃO DE ACÇÕES DE 1.000\$00

Visão "Top-down"

Acções de 1 Euro

		CAPITAL SOCIAL EM CONTOS			
		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
Taxa do Euro em Escudos		CAPITAL SOCIAL EM EUROS (e centavos)			
200.000	Nº de acções de 1 Euro	250 000	5 000 000	155 580 180	500 000 000
	Capital "traduzido" para Euro	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Ajustamento contabilístico (Euro)	0.00	0.00	0.00	0.00
195.572	Nº de acções de 1 Euro	255 660	5 113 206	159 102 714	511 320 639
	Capital "traduzido" para Euro	255 660.32	5 113 206.39	159 102 714.09	511 320 638.95
	Ajustamento contabilístico (Euro)	0.32	0.39	0.09	- 0.05
197.400	Nº de acções de 1 Euro	253 293	5 065 856	157 629 362	506 585 613
	Capital "traduzido" para Euro	253 292.81	5 065 856.13	157 629 361.70	506 585 612.97
	Ajustamento contabilístico (Euro)	- 0.19	0.13	- 0.30	- 0.03
197.084	Nº de acções de 1 Euro	253 699	5 073 979	157 682 101	507 397 861
	Capital "traduzido" para Euro	253 698.93	5 073 978.61	157 682 101.03	507 397 860.81
	Ajustamento contabilístico (Euro)	- 0.07	- 0.39	0.03	- 0.19

Observa-se que numa opção por valores nominais de Euro 1,00 a diferença entre os dois processos de "tradução" é muito pequena em todos os casos.

Note-se que em todas as situações o novo número de acções é cerca de 5 vezes maior do anteriormente em resultado da escolha do novo valor nominal - cerca de 1/5 de 1.000\$00 - o que poderá revelar-se vantajoso como uma forma de desdobramento encapotado das acções iniciais justificado pela substituição de moeda.

Optando-se por um valor nominal de Euro 5,00 por forma a não alterar muito a quantidade de acções nas mãos do público, o diferencial entre as duas formas de conversão do Capital Social poderá revelar-se um pouco maior mas, ainda assim, não levanta grandes problemas.

REDENOMINAÇÃO DE ACÇÕES DE 1.000\$00

Visão "Top-down"

Acções de 5 Euro

		CAPITAL SOCIAL EM CONTOS			
		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
Taxa do Euro em Escudos		CAPITAL SOCIAL EM EUROS (e centavos)			
200.000	Nº de acções de 5 Euro	50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
	Capital "traduzido" para Euro	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Ajustamento contabilístico (Euro)	0.00	0.00	0.00	0.00
195.572	Nº de acções de 5 Euro	51 132	1 022 641	31 820 543	102 264 128
	Capital "traduzido" para Euro	255 660.32	5 113 206.39	159 102 714.09	511 320 638.95
	Ajustamento contabilístico (Euro)	0.32	1.39	- 0.91	- 1.05
197.400	Nº de acções de 5 Euro	50 659	1 013 171	31 525 872	101 317 123
	Capital "traduzido" para Euro	253 292.81	5 065 856.13	157 629 361.70	506 585 612.97
	Ajustamento contabilístico (Euro)	- 2.19	1.13	1.70	- 2.03
197.084	Nº de acções de 5 Euro	50 740	1 014 796	31 526 420	101 479 572
	Capital "traduzido" para Euro	253 698.93	5 073 978.61	157 882 101.03	507 397 860.81
	Ajustamento contabilístico (Euro)	- 1.07	- 1.39	1.03	0.81

Em ambas as alternativas de valor facial a diferença entre a conversão contabilística directa e a soma dos valores nominais das acções em circulação pode ser levada a Reservas ou eventualmente negligenciada dada a sua reduzida magnitude.

4.2. Visão "Bottom-up"

O problema com as soluções anteriores é que olham para a questão de uma forma demasiado global - todo o Capital Social da emitente - esquecendo que, numa empresa com o capital disperso pelo público, cada accionista é detentor de um certo número de acções, quantidade essa que, só por acaso, acabara substituída por um número inteiro de novos títulos.

Por isso, as soluções desta segunda visão privilegiam a perspectiva de cada valor mobiliário inicial, procurando-se escolher um novo número de acções que, por um lado, seja múltiplo inteiro do anterior - cada acção antiga em Escudos é substituída por n novas acções em Euro - e que, por outro lado e em conjugação com o novo valor nominal, não venha alterar muito o montante total da rubrica contabilística em pauta. As duas tabelas seguintes exemplificam as mesmas situações anteriores em termos quer da dimensão dos fundos envolvidos quer das taxas cambiais.

REDENOMINAÇÃO DE ACÇÕES DE 1.000\$00

Visão "Bottom-up"

Cada acção de 1.000\$00 substituída por 5 novas acções de 1 Euro

Taxa do Euro em PTE		Número de Acções Existentes			
		50 000	1 000 000	31 116 036	1 100 000 000
200.000	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	250 000 00	5 000 000 00	155 140 140 00	550 000 000 00
	Valor total em Euros das N acções	300 000 00	6 000 000 00	186 196 216 00	600 000 000 00
	Mobilização de Reservas	50 000 00	1 000 000 00	31 116 036 00	100 000 000 00
195.572	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	255 650 31	5 113 216 39	159 112 711 19	511 320 138 95
	Valor total em Euros das N acções	300 000 00	6 000 000 00	116 614 211 10	600 000 000 00
	Mobilização de Reservas	44 349 68	886 996 61	27 199 101 91	88 671 361 05
197.400	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	258 222 81	5 064 816 13	157 611 361 70	506 955 122 97
	Valor total em Euros das N acções	300 000 00	6 000 000 00	116 614 211 10	600 000 000 00
	Mobilização de Reservas	41 777 19	834 183 87	29 166 154 30	73 414 387 01
197.084	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	259 688 91	5 071 978 11	157 812 101 11	507 397 160 81
	Valor total em Euros das N acções	300 000 00	6 000 000 00	116 614 211 10	600 000 000 00
	Mobilização de Reservas	40 311 08	826 121 39	28 114 149 97	72 601 131 11

De novo se verifica um diferencial entre a soma do valor nominal das novas acções e o montante do Capital Social simplesmente "traduzido", mas agora essas diferenças são muito maiores do que anteriormente, obrigando a significativas transferências entre Reservas e Capital Social.

Nos casos em que o conjunto das novas acções somam um capital agregado maior do que à partida, haverá que ir buscar a diferença àquelas contas de Reservas que estejam disponíveis para serem incorporadas no Capital Social. Como subpro-

duto desta ampliação de capital a emitente espelhará uma maior solidez financeira¹⁰ ainda que esta operação não altere o total dos fundos próprios da sociedade.

Nos casos em que as novas acções somam menos que o capital, o excedente terá que ser transferido para uma ou mais contas de Reservas, reduzindo a "solidez legal" da empresa.

REDENOMINAÇÃO DE ACÇÕES DE 1.000\$00

Visão "Bottom-up"

Cada acção de 1.000\$00 substituída por uma de 5 Euro

Taxa do Euro em PTE		Número N de Acções Existentes			
		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
200.000	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Valor total em Euros das N acções	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Mobilização de Reservas	0.00	0.00	0.00	0.00
195.572	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	255 660.32	5 113 206.39	159 102 714.09	511 320 638.95
	Valor total em Euros das N acções	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Mobilização de Reservas	- 5 660.32	- 113 206.39	-3 522 534.09	-11 320 638.95
197.400	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	253 292.81	5 065 856.13	157 629 361.70	506 585 612.97
	Valor total em Euros das N acções	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Mobilização de Reservas	- 3 292.81	- 65 856.13	-2 049 181.70	-6 585 612.97
197.084	Conversão da rubrica do C. Social em Euro	253 698.93	5 073 978.61	157 882 101.03	507 397 860.81
	Valor total em Euros das N acções	250 000.00	5 000 000.00	155 580 180.00	500 000 000.00
	Mobilização de Reservas	- 3 698.93	- 73 978.61	-2 301 921.03	-7 397 860.81

Comparando a substituição de uma acção antiga de 1.000\$00 por uma nova de Euro 5,00 com a alternativa de 6 acções novas de Euro 1,00 por cada acção antiga, a primeira parece mais perturbadora em termos do montante de Reservas a movimentar. Nesse sentido será de privilegiar esta última opção.

4.3. A solução Portuguesa

Ao contrário de muitos outros membros da União Europeia, tem sido uma prática habitual entre as nossas empresas cotadas em Bolsa o recurso à figura dos direitos de incorporação ou de subscrição nos seus aumentos de Capital Social.

Esta prática torna possível fazer uma emissão de um qualquer número de novas acções sem preocupação da quantidade que irá caber a cada accionista: cada um

¹⁰ Do ponto de vista puramente financeiro a transferência entre rubricas dos capitais próprios não altera a solidez da empresa. No entanto, dado que o Código das Sociedades Comerciais impõe mais restrições à distribuição do Capital Social pelos sócios do que às outras rubricas da "Equity", uma incorporação de Reservas pode ser bem vista pelo mercado. Acresce que o aumento do número de acções em circulação devido a essa incorporação pode facilitar a negociação desses valores entre os investidores, aumentando a sua liquidez.

poderá sempre vender ou comprar fracções de acções em volume suficiente para completar um número inteiro¹¹ desses valores mobiliários.

Provavelmente uma das causas do sucesso deste nosso mecanismo está na fácil e rápida admissão desses direitos à bolsa - o que facilita a sua negociação - e nos seus baixos custos para os accionistas.

É este conceito que poderemos vir a utilizar e que se ilustram nas duas tabelas seguintes, mais uma vez, para valores nominais de 1 e 5 Euro.

REDENOMINAÇÃO DE ACÇÕES DE 1.000\$00

Visão "Bottom-up" nacional

Cada acção de 1.000\$00 substituída por cinco de 1 Euro mais Direitos

Capital Social inicial (em contos)		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
Número de acções pré-existent		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
Tx do Euro					
195.572	1ª aprox ao C. Social em Euros	255 660.32	5 113 208.39	159 102 714.09	511 320 638.95
	Nº escolhido de novas acções	255 000	5 125 000	163 359 189	512 500 000
	Cada acção inicial dá: novas	5	5	5	5
	direitos	0.100	0.125	0.250	0.125
	(razão de troca dos direitos)	(1 por cada 10)	(1 por cada 8)	(1 por cada 4)	(1 por cada 8)
	Capital Social final em Euros	255 000	5 125 000	163 359 189	512 500 000
	Mobilização de Reservas*	- 660.32	11 793.61	4 256 475	1 179 361
197.400	1ª aprox ao C. Social em Euros	253 292.81	5 065 856.13	157 629 361.70	506 585 612.97
	Nº escolhido de novas acções	255 000	5 050 000	163 359 189	506 000 000
	Cada acção inicial dá: novas	5	5	5	5
	direitos	0.100	0.050	0.25	0.000
	(razão de troca dos direitos)	(1 por cada 10)	(1 por cada 20)	(1 por cada 4)	(6 por cada 100)
	Capital Social final em Euros	255 000	5 050 000	163 359 189	506 000 000
	Mobilização de Reservas*	1 707.19	-15 856.13	5 729 827	- 585 613
197.084	1ª aprox ao C. Social em Euros	253 698.93	5 073 978.61	157 882 101.03	507 397 880.81
	Nº escolhido de novas acções	255 000	5 125 000	163 359 189	512 500 000
	Cada acção inicial dá: novas	5	5	5	5
	direitos	0.100	0.125	0.250	0.125
	(razão de troca dos direitos)	(1 por cada 10)	(1 por cada 8)	(1 por cada 4)	(1 por cada 8)
	Capital Social final em Euros	255 000	5 125 000	163 359 189	512 500 000
	Mobilização de Reservas*	1 301.07	51 021.39	5 477 088	5 102 139

* Um sinal positivo significa que o novo C.Social é maior do que inicialmente pelo que é necessário incorporar reservas (se as houver) no Capital Social. Um sinal negativo traduz uma transferência para Reservas.

A grande vantagem desta solução centrada na emissão e negociação de partes de acções - equivalentes a direitos - é a sua grande flexibilidade. Efectivamente, jogando com o valor nominal e com o número de acções, é possível:

- otimizar o movimento contabilístico de ou para Reservas, por forma a não alterar muito a dimensão inicial do Capital Social,
- e estabelecer um rácio para a troca dos "direitos" por novas acções inteiras que seja operacionalmente conveniente.

¹¹ Exactamente porque esta questão do arredondamento do número de acções não está dependente da materialização ou desmaterialização desses valores mobiliários, não parece que a solução a adoptar dependa dessa característica da uma dada emissão.

REDENOMINAÇÃO DE ACÇÕES DE 1.000\$00

Visão "Bottom-up" nacional

Cada acção de 1.000\$00 substituída por uma de 5 Euro mais Direitos

Capital Social inicial (em contos)		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
Número de acções pré-existent		50 000	1 000 000	31 116 036	100 000 000
Tx do Euro					
195.572	1ª aprox ao C. Social em Euros	255 860.32	5 113 206.39	159 102 714.09	511 320 638.95
	Nº escolhido de novas acções	52 000	1 050 000	31 800 589	102 500 000
	Cada acção inicial dá: novas	1	1	1	1
	direitos	0.040	0.050	0.022	0.025
	(razão de troca dos direitos)	(1 por cada 25)	(1 por cada 20)	(22 por cada 1000)	(25 por cada 1000)
	Capital Social final em Euros	260 000	5 250 000	159 002 945	512 500 000
	Mobilização de Reservas*	4 339.68	136 793.61	-99 769.09	1179 361.05
197.400	1ª aprox ao C. Social em Euros	253 292.81	5 065 856.13	157 629 361.70	506 585 612.97
	Nº escolhido de novas acções	52 000	1 050 000	31 893 937	102 500 000
	Cada acção inicial dá: novas	1	1	1	1
	direitos	0.040	0.050	0.025	0.025
	(razão de troca dos direitos)	(1 por cada 25)	(1 por cada 20)	(25 por cada 1000)	(25 por cada 1000)
	Capital Social final em Euros	260 000	5 250 000	159 469 685	512 500 000
	Mobilização de Reservas*	6 707.19	184 143.87	1 840 323.30	5 914 387.03
197.084	1ª aprox ao C. Social em Euros	253 698.93	5 073 978.61	157 882 101.03	507 397 860.81
	Nº escolhido de novas acções	52 000	1 050 000	31 893 937	102 500 000
	Cada acção inicial dá: novas	1	1	1	1
	direitos	0.040	0.050	0.025	0.025
	(razão de troca dos direitos)	(1 por cada 25)	(1 por cada 20)	(25 por cada 1000)	(25 por cada 1000)
	Capital Social final em Euros	260 000	5 250 000	159 469 685	512 500 000
	Mobilização de Reservas*	6 301.07	176 021.39	1 587 583.97	5 102 139.19

* Um sinal positivo significa que o novo C. Social é maior do que inicialmente pelo que é necessário incorporar reservas (se as houver) no Capital Social. Um sinal negativo traduz uma transferência para Reservas.

Esta solução é um misto entre a visão "bottom-up" e a visão "top-down" mas onde a preocupação com o investidor ao nível da razão de troca dos direitos justifica a manutenção da designação "bottom-up".

4.4. O caso das Acções sem Valor Nominal

Todos estes problemas aritméticos e contabilísticos decorrem da utilização do conceito de acções com valor nominal. Se uma acção for vista apenas como uma enésima parte do Capital Social da respectiva sociedade emitente, o impacto da introdução da moeda única acaba por se resumir a uma simples conversão do montante global dessa rubrica do balanço sem qualquer consideração pelas carteiras de cada accionista isoladamente.

De facto, face ao número de acções possuídas, cada investidor controla uma dada percentagem da "Equity" da sociedade e esse valor não depende da moeda em que o balanço está denominado. É esta aliás a situação das nossas sociedades por quotas onde a participação de x% de um sócio não será afectada pela transição para a moeda única.

Também em termos de preços de mercado - centralizado numa bolsa ou disperso pelos balcões dos intermediários financeiros - não tem particular interesse saber o valor facial de uma acção mas tão somente quantas acções existem nas mãos dos investidores em representação dos capitais próprios totais da emitente.

O problema resume-se assim a aspectos puramente legais já que o actual Código das Sociedades Comerciais¹² impõe que as acções tenham valor nominal e que este não pode ser inferior a 1.000\$00.

Parece assim oportuno abrir, pelo menos às sociedades anónimas, a possibilidade de optarem entre acções com e sem valor nominal, sem que isso signifique vir a afectar as actuais restrições legais postas à liberdade de alteração das várias rubricas dos capitais próprios como mecanismo de segurança dos credores da firma.

5. Redenominação das Obrigações

Enquanto valores representativos de dívida emitida por este ou por aquele tipo de entidade, as obrigações têm necessariamente que ter um dado valor nominal. Por outro lado, como passivo registado no balanço da emitente, a redenominação desse valor nominal na nova divisa irá depender da conversão da totalidade das contas da empresa. Por conseguinte, a reforma monetária deverá vir a exigir soluções para:

- as emissões cujo vencimento venha a ocorrer durante o período de sobreposição das duas divisas - para o actual calendário, entre 1/Jan/99 e 30/Jun/2002;
- a haver necessidade de redenominação, o tratamento a dar aos valores nominais;
- as eventuais dificuldades operacionais que possam surgir no cálculo dos montantes periódicos a pagar pelos cupões;
- os indexantes a usar depois da fixação das paridades cambiais, particularmente se continuarão a ser usados a LISBOR e outros indicadores actuais.

5.1. Obrigações próximas do vencimento em 1999

As emissões que se vençam entre a data de lançamento do Euro apenas como simples moeda escritural e o desaparecimento total das divisas nacionais integradas merecem uma atenção separada das restantes obrigações.

O facto de estarem denominadas em Escudos e de o sistema financeiro nacional continuar a ter de aceitar depósitos e pagamentos nessa mesma moeda permite pensar que será possível manter tudo na mesma, isto é, *não redenominar para Euro essas obrigações até à sua amortização natural* e continuar a pagar os cupões no montante contratual (em Escudos). No caso de o investidor já ter optado por ter as suas contas bancárias em Euro competirá ao banco para onde esses juros forem transferidos "traduzir" para a nova divisa os créditos necessários.

¹² O nº1 do Art. 276º do Código impõe que "o Capital Social e as acções devem ser expressos em valor nominal" e o nº2 do mesmo artigo "...que não pode ser inferior a 1.000\$00". Esta ideia aliás reforçada no nº1 do Art. 298º onde se impõe que "as acções não podem ser emitidas por um valor inferior ao seu valor nominal".

5.2. Redenominação do valor nominal das obrigações longas

As obrigações que subsistirem após a perda de poder liberatório do Escudo (em princípio, após 30 de Junho de 2002) terão que ser obrigatoriamente redenominadas na nova divisa, e aqui surgirá um problema de arredondamento da dívida representada por cada obrigação que é similar ao do valor nominal das acções. Apenas haverá que ponderar duas especificidades das obrigações:

a) **Valor nominal reduzido por amortização parcelar:** embora na maioria dos casos se utilize a base 1.000\$00 ou 10.000\$00,¹³ há emissões com amortização por fases, em cada uma das quais é feita uma redução equivalente no valor nominal; por isso temos tido no mercado emissões de 750\$00, de 400\$00 ou mesmo de 333\$00. Na tabela seguinte calculam-se os novos valores nominais (com 4 decimais) para quatro taxas de conversão cambial e para vários valores nominais em escudos:

VALOR NOMINAL DAS OBRIGAÇÕES EM EUROS

	Valor Nominal em Escudos											
	1 000.00				3 000.00				10 000.00			
% amortizada	0.0%	25.0%	50.0%	60.0%	0.0%	25.0%	50.0%	60.0%	0.0%	25.0%	50.0%	60.0%
Taxa do Euro	Valor Nominal em Euro											
195.572	5.1132	3.8349	2.5566	2.0463	15.3396	11.5047	7.6698	6.1358	51.1321	38.3490	25.5660	20.4628
197.400	5.0659	3.7994	2.5329	2.0283	15.1976	11.3982	7.5988	6.0790	50.6586	37.9939	25.3293	20.2634
197.084	5.0740	3.8055	2.5370	2.0296	15.2219	11.4165	7.6110	6.0888	50.7398	38.0548	25.3699	20.2959
200.000	5.0000	3.7500	2.5000	2.0000	15.0000	11.2500	7.5000	6.0000	50.0000	37.5000	25.0000	20.0000

Vemos que os novos valores nominais, estes ainda não surgem "redondos", o que pode originar diferenças de cálculo no valor de uma carteira de grande dimensão.

b) **Cotação em percentagem:** a norma em muitos países é cotar as obrigações, não em valores monetários absolutos - como entre nós - mas sim em percentagem do valor facial do título; a vantagem desta solução é que esta percentagem não depende da unidade monetária usada nem se o montante nominal é um valor "redondo" ou não.

Sendo adoptada esta norma entre nós, poder-se-á converter os valores nominais para Euro sem preocupação do carácter não inteiro do resultado. Nas transacções destes valores o procedimento de cálculo dos montantes monetários a liquidar deverá então passar a ser o seguinte:

- tomar como ponto de partida o valor nominal global em Escudos de cada conjunto uniforme de obrigações;
- multiplicar esse valor global de cada conjunto pelo preço percentual acordado;
- só neste ponto fazer a conversão para a nova moeda por forma a beneficiar do factor de escala da maioria das carteiras e minimizar o erro de arredondamento.

¹³ Caso de um número significativo de valores do Tesouro.

Este modelo é ilustrado nas secções seguintes em conjunto com o tema dos juros diários.

5.3. Juro diário das obrigações

No nosso mercado, os preços negociados das obrigações não incluem o montante dos juros diários acumulados desde a data de pagamento do último cupão¹⁴ pelo que o comprador deverá adicionar ao preço acordado com o vendedor esses juros corridos. Por isso é comum divulgar-se publicamente o valor do juro diário - bruto ou após impostos - de cada emissão em paralelo com a taxa percentual do cupão em vigor. Entre nós essa remuneração diária, tal como as rotações, costuma também ser indicada em escudos.

Com situações típicas do nosso mercado actual, a tabela seguinte exemplifica o erro resultante de se ter de arredondar para Escudos - o centavo já hoje não pode ser liquidado¹⁵ - os montantes de juros diários a pagar para dois investimentos em obrigações (por um dia e por cem dias) se os cálculos forem feitos com valores de juro diário expressos com 8 casas decimais¹⁶.

JURO DIÁRIO DAS OBRIGAÇÕES

Valores Expressos em Escudos

Valor Nom. (Esc)	1 000.00			
Taxa anual de Cupão	6.00%		10.00%	
Dias do Ano	365	360	365	360
	Juro diário para uma Obrigação (8 dígitos)			
	0.164 383 56	0.166 666 67	0.273 972 60	0.277 777 78
Nº Obrigações	Juro diário para uma carteira com N obrigações			
100				
Valor teórico	16.438 356	16.666 667	27.397 260	27.777 778
Para 1 dia	16\$	17\$	27\$	28\$
Para 100 dias	1 644\$	1 667\$	2 740\$	2 778\$
1 000 000				
Valor teórico	164 383.56	166 666.67	273 972.60	277 777.78
Para 1 dia	164 384\$	166 667\$	273 973\$	277 778\$
Para 100 dias	16 438 356\$	16 666 667\$	27 397 260\$	27 777 778\$

O problema é que com taxas de cupão espectavelmente menores (do que as actuais e as do passado recente) e com uma nova unidade monetária que é cerca de 200 vezes maior do que o Escudo, a expressão absoluta do juro diário virá necessariamente bastante menor do que actualmente. Em termos aproximados, é assim de esperar valores diários para os juros, pelo menos, duas ordens de grandeza menores do que as correntes.

¹⁴ Ou desde o lançamento, se se estiver no período antes do primeiro cupão.

¹⁵ Nas operações de bolsa, os preços e os débitos e créditos totais são arredondados para Escudos.

¹⁶ Hoje em dia a BVL efectua estes cálculos com apenas 4 casas decimais do Escudo, mas há países que usam estas 8 casas decimais.

O quadro seguinte repete os cálculos anteriores para um valor nominal de Euro 5,00.

JURO DIÁRIO DAS OBRIGAÇÕES

Valores Expressos em Euro e Centavos

Valor Nom. (Euro) Taxa anual de Cupão Dias do Ano	5.00			
	6.00%		10.00%	
	365	360	365	360
	Juro diário para uma Obrigação (10 dígitos)			
	0.000 821 917 8	0.000 833 333 3	0.001 369 863 0	0.001 388 888 9
	Juro diário para uma carteira com N obrigações			
Nº Obrigações				
100				
Valor teórico	0.082 191 78	0.083 333 33	0.136 986 30	0.138 888 89
Para 1 dia	0.08	0.08	0.14	0.14
Para 100 dias	8.22	8.33	13.70	13.89
1 000 000				
Valor teórico	821. 917 8	833. 333 3	1369. 863 0	1388. 888 9
Para 1 dia	821.92	833.33	1 369.86	1 388.89
Para 100 dias	82 191.78	83 333.33	136 986.30	138 888.89

Portanto, a manter-se a tradição de juros diários expressos em valores monetários absolutos e não em percentagem, ter-se-ia de aumentar para 10 o número de casas decimais após a passagem para o Euro, impondo uma sobrecarga informática adicional.

5.4. Total da factura na solução com os valores em percentagem

A adoptar-se a cotação em percentagem, porventura perderá também sentido continuar a indicar os juros diários em valor absoluto. Poder-se-á então passar a calcular:

- em primeiro lugar, o *preço total* de cada obrigação em percentagem - isto é, preço acordado mais juros acumulados - o que tem a vantagem de eliminar a necessidade de alargar o número de casas decimais para indicar os juros por dia (é uma informação redundante) já que a taxa de cupão não depende da divisa em causa;

- para, só então, calcular o total da factura por multiplicação da percentagem anterior pelo número de títulos da carteira e pelo respectivo valor nominal.

Para servir de base de comparação dos resultados desta solução, a tabela seguinte considera os valores da factura em Escudos (coluna central) e em Euro (coluna da direita) ainda para o actual modelo em vigor, isto é:

- preços acordados entre as partes em montantes monetários absolutos e
- juro diário explícito e expresso também em montante monetário (com 8 casas decimais).

É provável que, para as emissões inicialmente colocadas em Escudos e posteriormente redenominadas em Euro, o valor nominal surja como um número não inteiro, mas para as novas emissões já são de esperar valores "redondos".

FACTURA DE VENDA DE 1 MILHÃO DE OBRIGAÇÕES

Valor nominal unitário (escudos)	800
Quantidade N de títulos	1 000 000
Taxa anual do Cupão	7.50%
Preço acordado	104.56%
Dias desde o último cupão	90
Dias de um ano	365
Câmbio do Euro para o Escudo	197.400

EM VALORES MONETÁRIOS ABSOLUTOS		
	Em PTE	Em Eurocentavos
Valor nominal	800	4.052 684 90
Preço unitário negociado	836.48	4.237 487 33
Juro diário unitário (@ 7.50%)	0.164 383 56	0.000 832 74
Juro corrido em 90 dias	14.794 520 4	0.074 946 6
Total da factura para os N títulos	851 274 520	4 312 433.93
<i>directamente ao câmbio de 197S400</i>		<i>4 312 434.25</i>

A última linha mostra o contravalor em Euro do total da factura tal como calculada inicialmente em Escudos, permitindo notar que não há uma exacta coincidência entre este valor e o que foi calculado *directamente* em Euro após redenominação do valor nominal e dos juros diários de cada obrigação. A origem dessa diferença está precisamente no pequeno número de casas decimais usadas na nova divisa¹⁷.

Pelo contrário, a tabela seguinte repete o exemplo anterior, mas agora a partir de um resultado por obrigação expresso em percentagem do valor nominal global do conjunto do N títulos da carteira em transacção e por isso comum às duas moedas.

FACTURA DE VENDA DE 1 MILHÃO DE OBRIGAÇÕES

EM VALORES PERCENTUAIS		
	Em PTE	Em Euro e centavos
Valor nominal	100%	100%
Preço sem juro corrido	104.56%	104.56%
Juro corrido em 90 dias	1.849 315%	1.849 315%
Soma do preço com os juros corridos	106.409 315%	106.409 315%
Valor nominal de base para o cálculo (ainda em escudos)	800 000 000	800 000 000
Factor de conversão (se necessária para o Euro)	1	197.400
Valor da factura (em valor monetário absoluto)	851 274 521	4 312 434.25

¹⁷ Com o juro diário expresso com 10 casas decimais o resultado já seria Euro 4 312 434,25 !

Saliente-se que, apesar de o juro acumulado ter sido calculado (em percentagem) apenas com seis casas decimais, é muito maior a aproximação destes totais finais com os da tabela anterior obtidos via Escudos.

Em resumo, o recurso aos valores percentuais minimiza a importância da moeda de denominação bem como do carácter não inteiro do valor nominal após a conversão cambial, para além de permitir reduzir para seis o número de casas decimais usadas nos cálculos das facturas de compra e venda de L na carteira de obrigações. Pelo contrário, soluções alternativas baseadas na utilização de novos valores nominais "redondos", à semelhança das acções, exigiriam ou amortizações antecipadas de parte do capital em dívida - correspondentes às fracções de obrigação excedentes do novo valor nominal - ou a negociação entre investidores dessas fracções para a reconstituição de obrigações inteiras.

A primeira solução poderá violar o contrato de emissão se não estiver prevista uma amortização parcial antes do vencimento natural. A segunda obrigará a reajustar, na proporção da alteração do valor nominal, os preços dos derivados montados sobre essas obrigações (exemplo: Futuro OT), transferindo assim o problema das cotações não inteiras de um mercado para o outro.

5.5. Os indexantes dos cupões

A experiência internacional leva a associar cada índice de taxas de juro a uma dada moeda bem como ao correspondente país de origem dada a sobreposição geográfica desses dois conceitos. Daí que a LISBOR seja uma indicação do custo de Escudos em Portugal, a PIBOR o custo dos francos em França e assim por diante. E mesmo a LIBOR para as diferentes divisas do euromercado em Londres não está totalmente desvinculada do risco país e do risco cambial da moeda em causa.

Mas com a utilização da moeda única europeia por variados países integrantes da UEM levanta-se a questão da sobrevivência ou não, por exemplo, daquele nosso indexante. Embora só a experiência possa responder a essa questão, haverá que ponderar:

- em primeiro lugar, que o desaparecimento do risco cambial em 1999 não irá eliminar um nível de risco de crédito muito específico de cada país utilizador do Euro o qual, no caso da LISBOR, se traduzirá no risco dos bancos que participam no nosso mercado monetário interbancário; ou seja, um empréstimo em Euro entre dois bancos nacionais poderá ter um custo maior do que entre dois bancos ingleses;
- em segundo lugar, que as dúvidas eventualmente subsistentes sobre a sustentabilidade da adesão de cada país à moeda única podem impor taxas de juro de longo prazo com um prémio de risco acima das taxas similares nos "países centrais".

Como consequência, não parece garantido desde já que a substituição do Escudo pelo Euro implique a imediata perda de significado da nossa LISBOR. Mas também não impede que não venha a ser mais cómodo e eficiente para os emitentes

passar a indexar os cupões a uma nova taxa EURIBOR¹⁸ acordada entre os grandes bancos do centro do mercado do Euro a partir da qual se passam a considerar novos "spreads" tradutores do risco específico de cada emissão de dívida.

6. Potenciais impactos fiscais

6.1. O comportamento da "yield curve"

Para cada país aderente, a reforma monetária devida ao Euro não se limitará a uma simples troca da unidade monetária. Efectivamente, serão relevantes neste ponto:

- a transferência para órgãos supranacionais dos poderes relativos à escolha e à condução das políticas monetária e cambial;
- a disciplina imposta a essas políticas pelo objectivo de estabilidade dos preços atribuída ao futuro Banco Central Europeu pelo Tratado da União;
- o Pacto de Estabilidade entre os países aderentes e as suas consequências sobre a liberdade orçamental nacional.

Pode-se daqui antever que a nossa "yield curve" venha a ser modificada pela adesão à moeda única. De facto, a maior credibilidade de uma divisa de âmbito Europeu e sujeita a uma forte disciplina regulamentar - disciplina essa de inspiração e prática alemãs - leva a pensar que se assistirá a um abaixamento generalizado da curva das taxas de juro (para todos os horizontes temporais) com que iremos trabalhar.

Contudo, essa descida do nosso custo do dinheiro poderá ser amortecida pelo aumento do risco de crédito atribuído pelos investidores ao nosso Tesouro - as taxas de referência nacionais mais prováveis - em resultado da perda da "válvula de escape" da emissão monetária e da menor autonomia fiscal trazida por um mercado interno europeu cada vez mais integrado. No fundo, é provável que se venha a assistir a uma troca do actual prémio de risco cambial por um prémio de risco de crédito de montante ainda desconhecido.

Será essa modificação da "yield curve" no nosso mercado que terá consequências sobre o valor das várias emissões obrigacionistas em circulação.

6.2. Quantificação do efeito Taxa de Juro

A rápida desaceleração inflacionária que o País experimentou nos últimos anos a par da diminuição do risco cambial com que o Escudo tem vindo a ser visto pelos investidores não residentes permitiram uma queda rápida e significativa do nível das nossas taxas de juro de longo prazo. Daí que existam ainda em circulação emissões de obrigações com taxas de cupão significativamente diferentes das ac-

¹⁸ Na lógica da "London InterBank Offered Rate", tem já sido avançado esta "EUROpean InterBank Offered Rate".

tuais, dependendo essa diferença da data da sua colocação inicial. As emissões do Tesouro são disso exemplo: em bolsa estão actualmente cotadas emissões com taxas de cupão desde um máximo de 13,00% (OT Dez 92-97) até um mínimo de 5,375% (OT Mar 97-00).

Admitindo a manutenção da data de Jan/99 para a introdução do Euro, valerá a pena estimar o comportamento potencial das emissões então ainda com alguma vida remanescente através de duas emissões paradigmáticas.

Na primeira, ainda com pagamentos semestrais e elevada taxa de cupão faltarão, nessa data, cerca de 9 semestres até à maturidade - reduzida "duration". Na tabela seguinte simulam-se as hipóteses em que a passagem à moeda única implica:

- uma descida paralela da curva de rendimentos (de 6% a.a. para 5% a.a.),
- e uma outra forma de descida em que a queda das taxas longas é menor do que as dos prazos mais curtos¹⁹.

COMPORTAMENTO DO VALOR DE MERCADO DAS OBRIGAÇÕES DE CUPÃO FIXO

Valor nominal (Escudos)=	1000	
Taxa de cupão =	10.625%	OT-Jun 93-/03
Cupões por ano =	2	
Anos até à maturidade =	4.5	(em Dez/98)

Cupões	Antes do Euro		Após a introdução do Euro			
	Tx de Juro	V. Actual (escudos)	Tx de Juro	V. Actual (escudos)	Tx de Juro	V. Actual (escudos)
1	6.00%	51.58	5.00%	51.83	5.00%	51.83
2	6.00%	50.08	5.00%	50.57	5.05%	50.54
3	6.00%	48.62	5.00%	49.33	5.10%	49.26
4	6.00%	47.20	5.00%	48.13	5.15%	47.99
5	6.00%	45.83	5.00%	46.95	5.20%	46.73
6	6.00%	44.49	5.00%	45.81	5.25%	45.48
7	6.00%	43.20	5.00%	44.69	5.30%	44.24
8	6.00%	41.94	5.00%	43.60	5.25%	43.18
9	6.00%	807.13	5.00%	843.27	5.30%	832.24
	V. Actual	1 180.05	V. Actual	1 224.18	V. Actual	1 211.48

O salto previsto é assim de 44\$13 (=1.224\$18 - 1.180\$05) na hipótese de deslocação paralela e de 31\$43 (=1.211\$48 - 1.180\$05) se a descida for desigual nos extremos da curva.

A segunda emissão é mais longa, com um cupão menor (6,625%) e pago anualmente - maior "duration".

¹⁹ Esta situação poderá ocorrer se e quando a igualdade da moeda e das taxas de juro de curto prazo com os restantes países aderentes não impedir alguma desconfiança dos investidores quanto à sustentabilidade da nossa participação na união monetária, obrigando os emitentes a pagar um prémio nas taxas de juro de mais longo prazo.

COMPORTAMENTO DO VALOR DE MERCADO DAS OBRIGAÇÕES DE CUPÃO FIXO

Valor nominal (Escudos)=	1000	
Taxa de cupão =	6.625%	OT-Fev 97/-07
Cupões por ano =	1	
Anos até à maturidade =	8	(em Fev/99)

Cupões	Antes do Euro		Após a introdução do Euro			
	Tx de Juro	V. Actual (escudos)	Tx de Juro	V. Actual (escudos)	Tx de Juro	V. Actual (escudos)
1	6.00%	62.50	5.00%	63.10	5.00%	63.10
2	6.00%	58.96	5.00%	60.09	5.05%	60.03
3	6.00%	55.62	5.00%	57.23	5.10%	57.07
4	6.00%	52.48	5.00%	54.50	5.15%	54.19
5	6.00%	49.51	5.00%	51.91	5.20%	51.42
6	6.00%	46.70	5.00%	49.44	5.25%	48.74
7	6.00%	44.06	5.00%	47.08	5.30%	46.15
8	6.00%	668.98	5.00%	721.68	5.30%	705.39
	V. Actual	1 038.81	V. Actual	1 105.03	V. Actual	1 086.09

De novo a redução das taxas de juro terá um efeito não desprezível - cerca de 67\$00 ou de 48\$00, dependendo da forma do movimento descendente da curva de rendimentos.

Também nas emissões de cupão flutuante (como as OTRV do Tesouro) se poderão observar "saltos" de cotação induzidos pela passagem à moeda única, ainda que aqui a indexação - reajustamento semestral do cupão - permita atenuar a sensibilidade das cotações às taxas de desconto do mercado.

A questão fiscal daqui decorrente é a seguinte: deverão estas mais-valias ser tributadas em IRS mesmo nos casos em que as necessidades de liquidez dos investidores individuais não lhes permita manter a posse da carteira por um período superior aos 12 meses exigidos pelo Estatuto dos Benefícios Fiscais? Idem em sede de IRC.

Embora se possa argumentar que a instabilidade das taxas de juro é uma característica normal subjacente a qualquer investimento em obrigações, o certo é que o salto de preços que aqui se antevê é de dimensão significativa, ocorre pontualmente e num sentido antecipável e tem uma data previsível. Valerá por isso a pena ponderar a oportunidade e até a conveniência de um tratamento fiscal de excepção, especialmente tendo em atenção que a troca de divisa deverá ser vista pelo mercado como a mais neutra possível.

6.3. O caso especial das Obrigações de cupão zero

a) A remuneração via ganhos de capital

As obrigações sem cupão remuneram o investidor apenas através das mais-valias que se vão acumulando até à amortização final da dívida. O montante dessas mais-valias em cada período não pode ser uniforme e deverá ir aumentando à medi-

da que o tempo passa como forma de proporcionar uma mesma rentabilidade percentual a sucessivos valores de investimento inicial cada vez mais elevados.

A tabela seguinte exemplifica uma situação destas para uma taxa bruta de remuneração de 6,00% a.a. e para uma emissão a 10 anos.

OBRIG. ÇÕES DE CUPÃO ZERO
MODELO TEÓRICO

VALOR NOMINAL = 1 000
IRS = 40%

	EMIÇÃO										MATURIDADE
	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0
Tx de Juro Bruta	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	
Preço Mercado	558.39	591.90	627.41	665.06	704.96	747.20	792.09	839.62	890.00	943.40	1 000.00
Remuneração s/ IRS		33.50	35.51	37.64	39.90	42.30	44.84	47.53	50.38	53.40	56.60
Remuneração c/ IRS		20.10	21.31	22.59	23.94	25.38	26.90	28.52	30.23	32.04	33.96
Tx de Juro líquida		3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%

A tributação²⁰ de 40% sobre a remuneração anual reduz o ganho de capital efectivo por período, produzindo uma rentabilidade líquida de apenas 3,60% a.a. Os preços são ilustrados para períodos de investimento de 12 meses contados a partir da data da emissão²¹.

b) O modelo de tributação actual

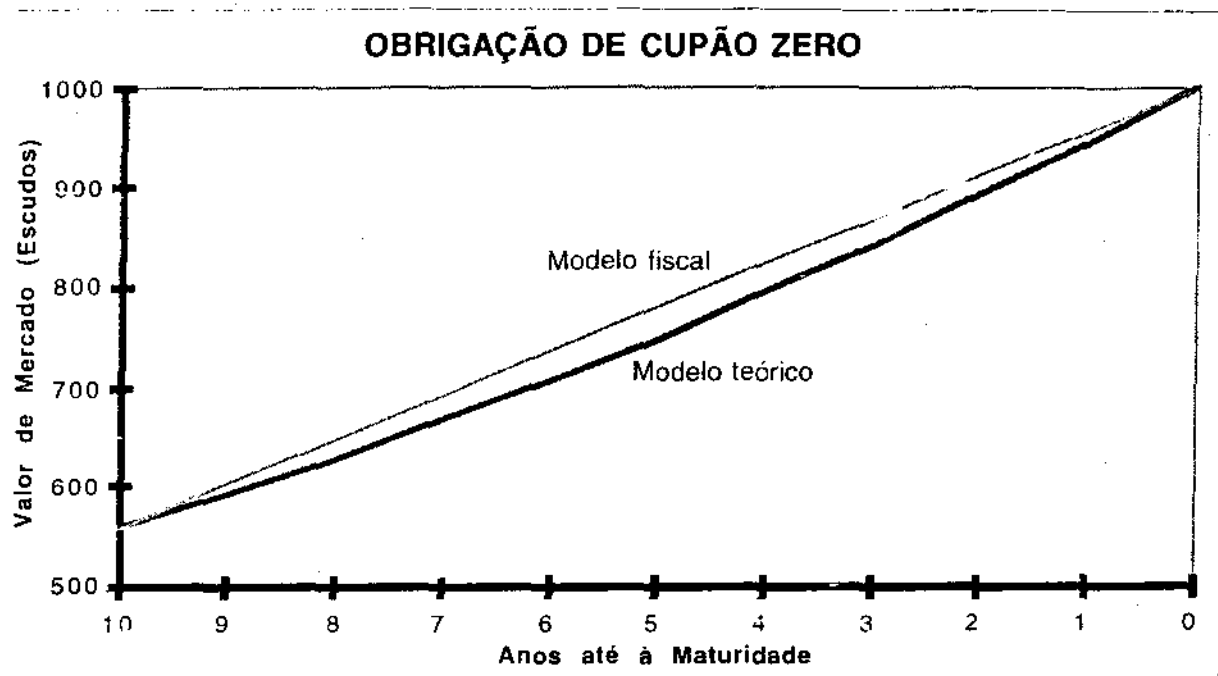
Esta remuneração via simples aumento de preço e esta não uniformidade dos ganhos de capital por período acabam por dificultar o tratamento fiscal a dar a estas emissões. De facto, não havendo um rendimento pago periodicamente pela entidade emitente, a tributação tem de incidir apenas sobre os ganhos de capital constatados.

A dificuldade está no controlo das variações de preço sofridas por cada investidor entre o momento da aquisição destes valores e o da sua posterior alienação. Talvez por isso, o nosso legislador fiscal resolveu "simplificar" o comportamento desses preços ao longo da vida do título, distribuindo forçada e uniformemente no tempo a diferença entre o preço final de resgate e o preço de colocação inicial²² - no caso ilustrativo anterior, 44\$16 $[(1.000\$00 - 558\$39)/10]$ por ano. O gráfico seguinte procura espelhar precisamente este modelo por comparação com o teórico.

²⁰ A escolha desta taxa de 40% procura simular quer a tributação marginal actual para os indivíduos de mais altos rendimentos anuais quer a situação das empresas sujeitas a IRC sobre o qual recai 10% de Derrama.

²¹ Note-se que o preço de emissão não é afectado pela tributação de 40%. Quer os investidores isentos quer os não isentos acordam no mesmo preço de emissão para uma remuneração bruta exigida comum.

²² Segunda parte do n.º 3 do Artigo 6.º - Rendimentos da Categoria E - do Código do IRS.



Como consequência da linearização, há um "rendimento fiscal" anual fixo - 44\$47 por ano - determinado no momento da colocação inicial o qual é tributado como qualquer cupão. A ele há depois que adicionar (ou subtrair) uma "mais-valia fiscal" igual à diferença entre a variação de cotações efectivamente verificada e aquele "rendimento" fixo²³, mais-valia essa que é tributada²⁴ em IRS à taxa de 10%.

A tabela seguinte recalcula o exemplo anterior para este modelo fiscal linearizado onde se adiciona o parâmetro IRS=10% incidente sobre a mais-valia fiscal.

OBRIGAÇÕES DE CUPÃO ZERO

MODELO DO FISCO. VALORES EM ESCUDOS

VALOR NOMINAL (Escudos)= 1 000
TAXA DE IRS (rendimentos) = 40%
TAXA DE IRS (mais-valias) = 10%

	EMIÇÃO										MATURIDADE
	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0
Tx de Juro Bruta	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	
Preço Mercado	555.35	592.38	630.90	670.96	712.62	755.94	801.00	847.86	896.80	947.29	1 000.00
Remuneração s/ IRS		44.47	44.47	44.47	44.47	44.47	44.47	44.47	44.47	44.47	44.47
Remuneração c/ IRS		19.99	21.33	22.71	24.15	25.65	27.21	28.84	30.52	32.28	34.10
Tx de Juro líquida		3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%

Nota: admitiu-se que as menos-valias anuais podiam ser recuperadas via um crédito fiscal ou uma redução num outro encargo fiscal.

²³ Segundo o n.º 4 do Art 10º do Código do IRS.

²⁴ Se detido por um período menor do que 12 meses. Para IRC, as mais valias líquidas entram na conta de exploração da empresa investidora.

Observa-se que este modelo fiscal impõe uma ligeira alteração²⁵ no preço de emissão - de 558\$39 para 555\$35 - afastando assim a unanimidade entre os diversos investidores em função do seu estatuto fiscal, em especial da diferença de tratamento entre os tributados em IRS e os tributados em IRC. Essa diferença de preços traduz exactamente uma diversa tributação das variações anuais de preço que aqui é repartida entre 40% sobre uma quantidade arbitrada pelos serviços fiscais e 10% sobre o remanescente quando no modelo teórico toda a variação verificada é taxada em 40%.

c) O impacte do Euro

Independentemente do modelo de tributação, o certo é que este tipo de obrigações é o mais sensível à taxa de juro do mercado na medida em que a sua cotação varia significativamente com a instabilidade da remuneração exigida pelos investidores.

A introdução do Euro e a queda das taxas de juro que se antevê deverão fazer subir bastante a cotação destas obrigações originando uma mais-valia pontual sobre a qual incidirá a tributação normal acima referida. A tabela seguinte ilustra o caso já anterior da emissão a 10 anos e queda das taxas de 6% para 5% admitindo que, na data de passagem à 3ª etapa da UEM, faltam 7 anos para o vencimento desta emissão: o preço de mercado poderá subir de 670\$96 (vide tabela anterior) para 715\$32 na data da transição cambial - um ganho pontual de 44\$36.

OBRIGAÇÕES DE CUPÃO ZERO

MODELO DO FISCO. VALORES EM ESCUDOS

VALOR NOMINAL (Escudos) = 1 000
TAXA DE IRS (rendimentos) = 40%
TAXA DE IRS (mais-valias) = 10%

	EMIÇÃO										MATURIDADE
	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0
Tx de Juro Bruta				5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
Preço Mercado				715.32	752.10	790.11	829.38	869.96	911.89	955.22	1 000.00
Remuneração s/ IRS				38.81	38.81	38.81	38.81	38.81	38.81	38.81	23.81
Remuneração c/ IRS				20.39	21.46	22.56	23.70	24.88	26.10	27.36	28.66
Tx de Juro líquida				3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

Nota: admitiu-se que as menos-valias anuais podiam ser recuperadas via um crédito fiscal ou uma redução num outro encargo fiscal.

Este "salto" no preço destas obrigações não altera a mais-valia global que se rá acumulada nos 10 anos - subida desde o preço de colocação inicial - 555\$35 - até ao valor nominal de resgate final 1.000\$00 - mas altera a lógica da repartição da tributação global ao longo da vida da emissão.

²⁵ O valor de colocação inicial - 555\$35 - é o resultado necessário para garantir uma sucessão acumulada de ganhos anuais após impostos que garantam uma rentabilidade de 3,6% a.a. Os cálculos foram feitos, ano a ano, do valor final de 1.000\$00 para a data da colocação inicial.

De facto, a administração fiscal fixou anteriormente em 44\$47²⁶ o ganho anual uniforme a ser tributado em 40%, mas o certo é que, com as novas taxas de juro pós-Euro, esse ganho anual uniforme caiu para 38\$81. *Portanto, manter a "ficção" de que o investidor continua a receber por ano um valor maior do que o verdadeiro significa penalizá-lo mais do que é justo.*

Esta situação será particularmente desvantajosa para os investidores individuais que adquirirem este título após aquela "subida" brusca de preços visto que continuarão a pagar imposto sobre um "rendimento" maior do que o que têm na realidade.

Em contrapartida, o investidor individual que vender a obrigação logo após a troca cambial obterá uma mais-valia real maior do que a prevista, sendo esse excesso apenas tributado à taxa de 10%. Há assim em ambos os casos uma distorção fiscal que conviria corrigir sob pena de afectar o interesse do mercado por estas obrigações após a introdução do Euro.

7. Conclusões

7.1. Redenominação das Acções

Em relação às acções, claramente a solução mais cómoda para tratar a substituição do Escudo pelo Euro será a criação da figura das *acções sem valor nominal*. Com tais valores mobiliários, a passagem para uma nova divisa através de um factor de conversão não inteiro reduz-se à simples "tradução" cambial da rubrica contabilística do Capital Social, mantendo-se em circulação as mesmas acções pré-existentes. E cada uma limita-se a representar 1/N do capital da sociedade. Algum eventual arredondamento naquele montante contabilístico será perfeitamente desprezível e dificilmente exigirá uma deliberação específica em Assembleia Geral de Accionistas quanto a movimentação de Reservas ou alteração do Capital.

Na impossibilidade de introduzir esta solução, a segunda melhor alternativa será utilizar uma figura similar à dos nossos direitos de subscrição ou de incorporação a qual é já rotineira para os valores negociáveis em bolsa. Ela consistirá na dupla escolha de um novo valor nominal "redondo" para as acções - por exemplo Euro 1,00 ou Euro 5,00 - e de um novo número de acções representativas do Capital Social, procurando-se que a escolha dessas variáveis minimize:

- as transferências contabilísticas entre aquela rubrica do balanço e as contas de Reservas, principalmente se houver que incorporar Reservas devido a um pequeno aumento do Capital Social,
- e, ao mesmo tempo, produza um número cómodo de direitos de subscrição de novas acções por cada acção prévia detida.

²⁶ Este valor é para o modelo de cálculo do fisco.

Para as empresas não “listadas” em bolsa, porque a solução dos direitos poder-se-á revelar mais cara e de difícil execução operacional - falta de liquidez desses direitos - resta a solução de substituir cada acção inicial por um número inteiro de novas acções com valor nominal inteiro - visão “bottom-up” - mas correndo-se agora o risco de isso exigir significativas alterações na dimensão do Capital Social.

7.2. Redenoninação das Obrigações

Não é possível aqui fugir à utilização de valores nominais, mas em qualquer caso será sempre conveniente começar por adoptar a norma internacional da precificação em percentagem do valor nominal.

Embora esta solução não seja verdadeiramente necessária para as emissões em circulação com vencimento antes do desaparecimento definitivo do Escudo (30 de Junho de 2002), a sua adopção generalizada não levanta qualquer problema para estas obrigações mais curtas e facilita o tratamento a dar às emissões mais longas, permitindo ainda uma uniformidade de procedimentos para todas as obrigações.

No cálculo do valor de uma factura de venda de uma carteira de obrigações, a adopção deste sistema percentual recomenda que se calcule primeiro o custo total - preço negociado mais juros diários acumulados - em percentagem do valor nominal total da carteira para depois se obter o montante monetário em transacção pelo simples produto de um pelo outro.

Como subproduto poder-se-á dispensar a divulgação do valor monetário do juro diário bem como evitar um aumento do número de casas decimais (exemplo: de 8 para 10) para expressão desse montante diário.

7.3. Efeitos fiscais

Na passagem ao Euro dever-se-á observar uma alteração brusca e pontual nos preços das obrigações de cupão fixo - espera-se uma subida - especialmente nítida nas de cupão zero dada a sua maior “duration”.

De acordo com a actual legislação fiscal essa mais valia será tributada em IRS à taxa 10% se o investimento em causa durar menos de 12 meses. Dado o carácter especial deste ganho e a vantagem de não penalizar o investidor por efeitos decorrentes da moeda-única, valerá a pena ponderar a conveniência de um tratamento particular neste caso.

Por outro lado, nas obrigações de cupão baixo ou nulo a fixação pela Administração tributária de um “rendimento fiscal” anual constante ao longo da vida da emissão, logo na data de colocação, poderá distorcer a tributação da remuneração do investidor - principalmente do sujeito a IRS - se ocorrer um “salto” singular em resultado da transição para a moeda única: o investidor inicial que venda após essa troca beneficia de uma taxa de apenas 10% das “mais-valias fiscais” à custa de

uma penalização do investidor subsequente que passará a pagar imposto sobre uma "rendimento fiscal" maior do que o realmente auferido.

Esta distorção fiscal irá dificultar o investimento neste tipo de obrigações após a passagem à moeda única.

8. Bibliografia

- Mendonça Pinto, A., *"A União Monetária Europeia. Portugal e o Euro"*, Universidade Católica Editora, 2ª edição, 1997.
- Costa, J. C. Rodrigues da, *"Transição para a Moeda Única. Efeitos Potenciais sobre alguns Instrumentos Financeiros"*, Revista da Banca, 35 (71-100), Jul-Set de 95.
- *"The Impact of the Introduction of the Euro on Capital Markets"*, DGII of the European Commission, II/338/97 - EN - 2.