

CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS



CMVM

N.º 4

MAIO DE 1999

Í N D I C E

ESTATUTO EDITORIAL	5
EDITORIAL · <i>José Nunes Pereira</i>	7
NOVA FASE DOS CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS · <i>Amadeu Ferreira</i>	13
ESTUDOS E ARTIGOS	19
DIREITOS INERENTES E DIREITO SUBJECTIVO · <i>Pedro Pais de Vasconcelos</i>	21
ESTUDO DA DINÂMICA NÃO LINEAR: UMA APLICAÇÃO AO ÍNDICE BVL GERAL · <i>João Teiveira</i>	33
DOSSIER · <i>Euro</i>	57
INTRODUÇÃO · <i>Gil Galvão</i>	59
BREVE APRESENTAÇÃO DA MOEDA ÚNICA EUROPEIA · <i>Simões Patrício</i>	65
IMPACTO DA MOEDA ÚNICA NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS PORTUGUÊS · <i>Jerónimo Lopes</i>	81
DÍVIDA PÚBLICA: UM MERCADO ÚNICO? · <i>Isabel Ucha</i>	101
MÉTODOS DE REDENOMINAÇÃO · <i>Gonçalo Castilho</i>	119
OBRIGAÇÕES INDEXADAS E MOEDA ÚNICA · <i>Paulo Câmara</i>	145
A REDENOMINAÇÃO COMO VICISSITUDE DE VALORES MOBILIÁRIOS · <i>Alexandre Brandão da Veiga</i>	167
O EURO E OS CONFLITOS DE LEIS · <i>Manuel Botelho</i>	183
PERÍODO DE TRANSIÇÃO: PARADIGMA DO REGIME DE INTRODUÇÃO DO EURO · <i>José Brito Antunes</i>	209

JURISPRUDÊNCIA ANOTADA	229
DEVER DE INFORMAÇÃO NAS SOCIEDADES COM CONSELHO GERAL · <i>Helena Bolina</i>	231
VIOLAÇÃO DE DEVERES DE INFORMAÇÃO · <i>Célia Reis</i>	253
DOCUMENTAÇÃO	285
OBJECTIVOS E PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS	287
MEMORANDO DE ACORDO MULTILATERAL (MOU) SOBRE TROCA DE INFORMAÇÕES E SUPERVISÃO DAS ACTIVIDADES EM VALORES MOBILIÁRIOS	357
NOTÍCIAS	369
PUBLICAÇÕES E RECENSÕES	385

OBRIGAÇÕES INDEXADAS E MOEDA ÚNICA*

PAULO CÂMARA**

* Este artigo é dedicado ao Professor Doutor João Duque, Director-fundador destes Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários e Coordenador do Gabinete de Estudos da CMVM entre 1996 e 1998.

** Assistente da Faculdade de Direito de Lisboa e Subdirector da Divisão de Emitentes da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. O texto não reflecte necessariamente a posição da CMVM em relação às matérias tratadas.

§ 1.º INDEXAÇÃO E MERCADO

I - A emissão de obrigações vê confirmada a sua função económica no ajustamento da taxa de juro que remunera o empréstimo que lhe está subjacente. Os padrões de comparação do custo desta forma de financiamento são, por regra, as tradicionais operações bancárias. Se a taxa de juro a oferecer se situa em fasquias muito elevadas, desinteressará à entidade emitente, por deixar de apresentar uma das principais vantagens em relação aos meios de financiamento bancário. Simetricamente, se for reduzida, deixará de atrair os potenciais investidores, que optarão por produtos aforradores clássicos.

Estes enunciados gozam de aplicação geral, a despeito do tipo de entidade emitente em causa¹, inexistindo, neste ponto, derrogações em relação à emissão de valores mobiliários representativos de dívida pública. Exemplo claro do que se afirma decorre do regime jurídico da emissão de dívida pública, agora fixado na Lei n.º 7/98, de 3 de Fevereiro, obrigando a que as condições específicas dos empréstimos públicos atendam às *condições correntes dos mercados financeiros, bem como à expectativa razoável da sua evolução* (art. 6.º, n.º 2) – o que acarreta reflexos directos na determinação da taxa de juro dos valores mobiliários representativos de dívida pública.

Ora, a essencialidade da taxa de juro na relação comercial entre emitente e obrigacionistas conduziu, no tráfego mobiliário, a um aperfeiçoamento dos meios técnicos de promover o seu ajustamento – o que pode acontecer por razões endógenas ou exógenas.

Por um lado, a adequação da taxa de juro pode impor-se por factores ligados directamente ao emitente. Tenha-se presente os casos em que a remuneração do mútuo obrigacionista se relaciona com a situação patrimonial do devedor, o que se pode concretizar na estipulação de uma percentagem sobre os lucros distribuíveis – a acrescer, ou não, a uma taxa de juro. Assim se evitará que o empréstimo obrigacionista venha a ser um fardo financeiro insustentável para as sociedades emitentes².

I

Ocorre lembrar de modo telegráfico que em Portugal têm capacidade para emitir obrigações as sociedades anónimas (arts. 348.º-ss. CSC), as sociedades em comandita por acções (art. 478.º CSC), as sociedades por quotas (DL n.º 160/87, de 3 de Abril), os agrupamentos complementares de empresas (Base II, n.º 4 da Lei n.º 4/73, de 4 de Junho), os agrupamentos europeus de interesse económico (apenas através de subscrição particular: art. 23.º do Regulamento CEE n.º 2137/85 e art. 7.º do DL n.º 148/90, de 9 de Maio), as instituições de crédito que não sejam sociedades anónimas e as cooperativas (art. 4.º/a) do RGIC, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31 de Dezembro), as empresas de seguros (art. 195.º DL n.º 94-B/98, de 17 de Abril) bem como outras entidades autorizadas através de Despacho do Ministro das Finanças, nos termos do DL n.º 320/89, de 25 de Setembro.

2

TULLIO ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *BBTC I* (1959), 5-ss.

Mais importante, porque generalizável a qualquer tipo de emissão obrigacionista, é apontar as necessidades de ajustamento da taxa de juro decorrentes da *depreciação monetária*. Na lógica do mercado, não basta atingir um equilíbrio satisfatório entre oferta e procura à data da emissão do empréstimo obrigacionista: impõe-se tentar preservá-lo até ao decurso do prazo de vencimento dos valores mobiliários. Por estes motivos, a depreciação monetária desaconselha a utilização de taxas fixas nas emissões de obrigações. Com efeito, se a taxa de inflação mostrar tendência altista, a fixação de uma taxa de juro rígida deixará o obrigacionista vulnerável à erosão do seu crédito. Do modo contrário, em conjunturas de decréscimo da taxa de inflação, o risco inerente à rigidez da taxa de juro é suportado pela empresa emitente, podendo originar-lhe prejuízos implícitos consideráveis.

Os riscos associados à emissão a taxa fixa, que aumentam consoante seja maior a duração do contrato de mútuo obrigacionista, têm uma inevitável reacção por parte do mercado, tornando este tipo de emissão de menor importância prática³.

II - É neste contexto que se justifica e se intensifica a utilização de *cláusulas de indexação* - cláusulas negociais que tomam por objecto a variação da taxa de juro do empréstimo obrigacionista consoante a evolução de factores ligados ao emitente ou ao comportamento dos mercados financeiros. Consoante estejam em causa uns ou os outros falar-se-á, respectivamente, de *indexação interna* e *indexação externa*⁴.

Embora apenas se fale correntemente de *obrigações indexadas* em relação aos indexantes externos, há vantagens em adoptar uma formulação compreensiva que inclua as duas formas de indexação. Com efeito, do ponto de vista dos interesses a proteger na estipulação destas cláusulas - interesses dos credores obrigacionistas, interesses de outros credores do emitente e interesses do próprio emitente - ambas as figuras se submetem juridicamente a um pano de fundo comum. Este texto toma, assim, genericamente como obrigações indexadas os valores obrigacionistas em que o montante da dívida a ser paga pela entidade emitente é, no todo ou em parte, ancorada a indexantes que acompanhem a evolução da actividade da emitente ou dos mercados⁵.

3

TORRES ESCAMEZ, *La Emission de Obligaciones por Sociedades Anonimas. Estudio de la Legislacion Mercantil y del Mercado de Valores*, Civitas, Madrid, (1992), 101-102; RUI CARTAXO/VITOR GASPARGASPAR, *Títulos da Dívida Pública Indexada: Uma Nota*, in *Rev. Banca* n.º 22 (1992), 15.

4

VINCENZO BUONOCUORE, *Il prestito Enel e l'indicizzazione delle obbligazioni di società*, in *Giur. Comm.* (1974), I, 512-ss. (515-516).

5

Em 1974, referia BUONOCUORE que a "*indexação é um neologismo da moda*" (op. cit., 514) - mas o facto é que o vocábulo se popularizou, sobretudo por influência francesa. Para além deste autor, complementa-se com GIANFRANCO CAMPOBASSO, *Strumenti di Finanziamento: Obbligazioni*, in PIETRO ABBADESSA/ANGEL ROJO (eds.), *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*, Giuffrè, (1993), 259-ss.; quanto à dívida pública indexada,