

DIREITO DAS SOCIEDADES *em Revista*

DOUTRINA

Sociedades fechadas

J. M. Coutinho de Abreu

Rui Pereira Dias

Mais umas “pinceladas” na legislação pré-insolvencial – Uma avaliação geral das alterações do DL n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro, ao PER e ao SIREVE (e à luz do Direito da União Europeia)

Catarina Serra

Riscos de responsabilização dos administradores – Entre a previsão legislativa e a decisão jurisprudencial

Maria Elisabete Ramos

Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores

Evaristo Mendes

O sistema «societário» norte-americano

João Espírito Santo

Comentário preliminar às alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações

Hugo Moredo Santos

Orlando Vogler Guiné

As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro

Elda Marques

Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA

Diogo Tavares

ÍNDICE

- 5 Abreviaturas

DOCTRINA

- 15 Sociedades fechadas
J. M. Coutinho de Abreu
Rui Pereira Dias
- 43 Mais umas “pinceladas” na legislação pré-insolvencial – Uma avaliação geral das alterações do DL n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro, ao PER e ao SIREVE (e à luz do Direito da União Europeia)
Catarina Serra
- 69 Riscos de responsabilização dos administradores – Entre a previsão legislativa e a decisão jurisprudencial
Maria Elisabete Ramos
- 107 Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores
Evaristo Mendes
- 153 O sistema «societário» norte-americano
João Espírito Santo
- 183 Comentário preliminar às alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações
Hugo Moredo Santos
Orlando Vogler Guiné
- 219 As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro
Elda Marques
- 247 Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA
Diogo Tavares

ABREVIATURAS

AAVV/VVAA	Autores Vários/Vários Autores
AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
ac./acs.	acórdão/acórdãos
ACE	Agrupamento(s) Complementar(es) de Empresas
AEIE	Agrupamento(s) Europeu(s) de Interesse Económico
AG	Die Aktiengesellschaft
AG	Assembleia geral
AktG	Lei alemã sobre as sociedades anónimas e em comandita por acções, de 6 de Setembro de 1965
al.	alínea
ALR	American Law Review
AnnDrComm	Annales de Droit Commercial
AnwBl	Anwaltsblatt
BankLJ	Banking Law Journal
BB	Betriebs-Berater
BBTC	Banca, Borsa e Titoli di Credito
BFD	Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BMJ	Boletim do Ministério da Justiça
BulJS	Bulletin Joly des Sociétés
CA 2006	Companies Act, de 2006 (Inglaterra)
CadMVM	Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários
CadOD	Cadernos O Direito
CC	Código Civil
CCit	Código civil italiano, de 16 de Março de 1942
CCom	Código Comercial

CComf	Novo código de comércio francês (aprovado pela Ordonnance, de 18 de Setembro de 2000)
CEE	Comunidade Económica Europeia
CeImp	Contratto e Impresa
CEJ	Centro de Estudos Judiciários
CES	Cooperativismo e Economía Social
cfr.	confronte
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CIRS	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
cit.	citado
CJ	Colectânea de Jurisprudência
CJ-STJ	Colectânea de Jurisprudência Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça
CLR	Columbia Law Review
CP	Código Penal
CPC	Código de Processo Civil
CPen	Código Penal
CPEREF	Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e da Falência
CMLRev.	Common Market Law Review
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CódMVM	Código do Mercado de Valores Mobiliários
CorLR	Cornell Law Review
CRCom	Código do Registo Comercial
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CT/CTrab	Código do Trabalho
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DB	Der Betrieb
DFiscB	Droit Fiscalité Belge
DJ	Revista Direito e Justiça
DJCL	Delaware Journal of Corporate Law
Dec.-Lei/DL	Decreto-Lei
DLJ	Duke Law Journal
DG	Diário do Governo
DGCL	Delaware General Corporation Law
DR	Diário da República
DSR	Direito das Sociedades em Revista
ed.	edição
EBOR	European Business Organization Law Review

ECFR	European Company and Financial Law Review
ECJ	European Competition Journal
EIRL	Estabelecimento(s) Individual(ais) de Responsabilidade Limitada
EUA	Estados Unidos da América
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ForI	Forum Iustitiae
ForLR	Fordham Law Review
Giur.Comm.	Giurisprudenza Commerciale
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Alemanha)
GmbHG	Lei alemã sobre as sociedades de responsabilidade limitada, de 20 de Abril de 1892
GmbHRR	GmbH-Rundschau
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
HarvLR	Harvard Law Review
id.	<i>idem</i>
IDET	Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho
InsO	Insolvenzordnung (lei alemã da insolvência)
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
JOCE	Jornal Oficial das Comunidades Europeias
JOUE	Jornal Oficial da União Europeia
L.	Lei
LGT	Lei Geral Tributária
LMK	Lindenmaier-Möhring — Kommentierte BGH-Rechtsprechung
LOFTJ	Lei de Organização e Funcionamento dos Tribunais Judiciais
LS	Le Società
LSC	Ley de sociedades de capital (espanhola)
LSGPS	Lei das Sociedades Gestoras de Participações Sociais
LSQ	Lei das Sociedades por Quotas
MBCA	Model Business Corporation Act
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (Alemanha)
NCRF	Norma contabilística e de relato financeiro
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NYBCL	New York Business Corporation Law
n./nn.	nota/notas
n.º	número
OPA	Oferta(s) Pública(s) de Aquisição
OPV	Oferta(s) Pública(s) de Venda
p./pp.	página/páginas
p. ex.	por exemplo

PCG	Principles of Corporate Governance
PMAG	Presidente da mesa da assembleia geral
POC	Plano Oficial de Contabilidade
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RB	Revista da Banca
RCEJ	Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas
RCR	Revista de Concorrência e Regulação
RDC	Rivista di Diritto Civile
RDE	Revista de Direito e Economia
RDES	Revista de Direito e de Estudos Sociais
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RC	Tribunal da Relação de Coimbra
RE	Tribunal da Relação de Évora
reimp.	reimpressão
RevDBB	Revue de Droit Bancaire et de la Bourse
RevE	Revisores e Empresas
RevF	Revista Fisco
RevOD/O Direito	Revista O Direito
RevTOC	Revista dos Técnicos Oficiais de Contas
RG	Tribunal da Relação de Guimarães
RGIT	Regime Geral das Infracções Tributárias
RIDE	Revue Internationale de Droit Economique
RivDCom	Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni
RJOIC	Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo
RJUPort	Revista Jurídica da Universidade Portucalense Infante D. Henrique
RL	Tribunal da Relação de Lisboa
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act (EUA)
RP	Tribunal da Relação do Porto
reimp.	reimpressão
RFDUL	Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
RIDBFDUL	Revista do Instituto de Direito Brasileiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RJC	Regime Jurídico da Concorrência

RLJ	Revista de Legislação e Jurisprudência
RNPC	Registo Nacional de Pessoas Colectivas
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ROC	Revisor Oficial de Contas
RS	Rivista delle Società
s./ss.	seguinte/seguintes
SA	Sociedade(s) Anónima(s)
SARL	Sociedade de Responsabilidade Limitada (França)
SQ	Sociedade(s) por Quotas
SCE	Sociedade(s) Cooperativa(s) Europeia(s)
SE	Sociedade(s) Europeia(s)
SENC	Sociedade em nome coletivo
SGPS	Sociedade(s) Gestora(s) de Participações Sociais
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
SPE	Sociedade(s) Privada(s) Europeia(s)
SRL	Sociedade de Responsabilidade Limitada (Itália)
SROC	Sociedade(s) de Revisores Oficiais de Contas
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
tb.	também
TCE	Tratado da Comunidade Europeia
TFUE	Tratado sobre o funcionamento da União Europeia
Themis	Themis – Revista da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa
TJCE	Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
TRLISA	Lei espanhola sobre as sociedades anónimas (texto refundido aprovado pelo Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Dezembro)
TUF	Testo Unico della Finanza
UCP	Universidade Católica Portuguesa
v.	<i>vide</i>
VJud	Vida Judiciária
vol./vols.	volume/volumes
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

EDITORIAL

Apesar de ter sido criada por juristas académicos portugueses, a DSR nasceu para ter (entre outras) uma dimensão heterodoxa. Talvez isso explique por que procedemos neste número (e não num que tivesse um valor simbólico habitual) a um pequeno balanço de que tem sido a nossa Revista.

Desde o início do projeto, em 2009, publicámos, contando este, 13 números – sempre nas ocasiões previstas (primavera e outono de cada ano). Além disso, na sequência de cada um dos três Congressos DSR/Almedina que promovemos em parceria com a nossa Editora (em outubro de 2010, abril de 2012, e abril de 2014), foram publicados volumes com os textos-base das comunicações nelas feitas.

Tudo somado, contribuímos para a publicação de 172 textos, dos quais 10 de autores estrangeiros. No total, quase 5.000 páginas! Tentámos manter um nível de qualidade elevado e achamos que, no geral, alcançámos esse objetivo.

Não damos, porém, a nossa tarefa por finda. Continuaremos a procurar cumprir os objetivos que anunciámos no primeiro número, assumindo o compromisso de tentar sempre fazer melhor. Contamos com os leitores para nos ajudarem.

PEDRO PAIS DE VASCONCELOS
J. M. COUTINHO DE ABREU
RUI PINTO DUARTE



DOUTRINA

RESUMO: Neste texto faz-se uma apresentação geral do direito aplicável às sociedades fechadas no direito societário português.

Palavras-chave: Sociedades fechadas, sociedades por quotas.

ABSTRACT: This paper presents a general overview of the law of close corporations in Portuguese company law.

Keywords: Close corporations, limited liability companies.

J. M. COUTINHO DE ABREU*

RUI PEREIRA DIAS**

Sociedades fechadas***

I. Informação geral sobre sociedades fechadas em Portugal

O tipo societário principal para a sociedade fechada é a “sociedade por quotas” (SQ).

Introduzido em Portugal por lei de 11 de abril de 1901, largamente inspirada na alemã *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung* de 20 de abril de 1892¹, o tipo SQ está hoje basicamente regulado no Código das Sociedades Comerciais (CSC)², aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro de 1986. É um Código que contém o regime fundamental dos vários tipos societários, não apenas, portanto, das SQ mas também das “sociedades anónimas” (*public limited liability companies*), das “sociedades em nome coletivo” (*general partnerships*) e das “sociedades em comandita” (simples e por ações) – *limited partnerships*.

O CSC tem sofrido numerosas alterações. Visando especialmente as SQ, destacam-se as introduzidas pelos Decretos-Leis n.ºs 257/96, de 31 de dezembro (SQ unipessoais), 76-A/2006, de 29 de março (registo das “quotas” – participações sociais nas SQ)³, e 33/2011, de 7 de março (capital social livre e realização das entradas em dinheiro).

* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

** Assistente da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

*** O presente texto é uma versão portuguesa, levemente retocada e atualizada em outubro de 2014, do relatório nacional elaborado pelos autores em setembro de 2013 em resposta a um questionário sobre “The Law of Close Corporations”, com vista ao Congresso Mundial de 2014, em Viena, da Academia Internacional de Direito Comparado. Foi omitido um último ponto relativo a indicações bibliográficas.

¹ A lei portuguesa foi, aliás, a primeira lei a seguir o exemplo alemão.

² Pertencem a este diploma todos os preceitos doravante citados, na ausência de outra indicação.

³ Este Decreto-Lei de 2006, que procedeu à mais extensa reforma do CSC, trata de muitas mais matérias – p. ex., governação das sociedades anónimas e simplificação da forma de vários atos da vida das sociedades em geral.

Fora do CSC, outras reformas na disciplina das SQ têm ocorrido. Por exemplo, as respeitantes à “constituição imediata de sociedades” (Decreto-Lei n.º 111/2005, de 8 de julho) e à “constituição on-line de sociedades” (Decreto-Lei n.º 125/2006, de 29 de junho)⁴.

Em termos de importância prática, as SQ constituem sem dúvida a espinha dorsal da economia portuguesa. Nos últimos três anos, só através do procedimento *Empresa na Hora*, houve uma média anual de quase 20.000 constituições de sociedades. Após um decréscimo assinalável em 2012 (de 21.347 em 2011, para 16.952 no referido ano), em 2013 o número aproximou-se de novo das 20.000 (exatamente: 19.629); e os dados mais recentes mostram uma estabilização em volta dessa média (15.117 em nove meses de 2014, o que, anualizado, ultrapassará previsivelmente os 20.000)⁵, no que respeita à *Empresa na Hora*. Juntando, porém, todos os modos de constituição, temos uma média, nos últimos quatro anos civis completos, de quase 30.000 constituições⁶.

No final de 2011, de acordo com os últimos dados oficiais⁷, existiam 33.586 sociedades anónimas, um número pequeno quando comparado com as 538.744 sociedades por quotas. De entre estas, 22% (isto é, 119.102) eram sociedades por quotas unipessoais. Se a isto juntarmos 1.404 sociedades em nome coletivo e 71 sociedades em comandita (num total de 573.805 sociedades⁸), vemos que as sociedades por quotas representam cerca de 93,9% de todo o universo societário português, ao passo que as sociedades anónimas correspondem a menos de 6%; os outros dois tipos legais societários são, portanto, estatisticamente irrelevantes.

Embora não haja dados estatísticos gerais acerca da participação dos sócios na gestão, ela é tipicamente muito intensa: salvo em sociedades fechadas de grande dimensão (que, não se olvide, tenderão, em virtude

⁴ Voltaremos a estes Decretos-Leis (aplicáveis não só às SQ mas também às sociedades anónimas) *infra*, n.º II.

⁵ Fonte: *Instituto dos Registos e Notariado*, http://www.irn.mj.pt/IRN/sections/irn/a_registral/estatisticas/estatisticas/ (por último consultado em 17.10.2014).

⁶ Fonte: *Pordata*, <http://www.pordata.pt/Portugal/Sociedades+constituídas+total+e+por+sector+de+atividade+economica+principal-176> (por último consultado em 17.10.2014). De acordo com esses dados, por ano, desde 2010, temos os seguintes números de constituições: 27.998 (2010), 31.986 (2011), 27.646 (2012) e 32.060 (2013). Contrapondo sectores de atividade económica principal, com *indústria, construção e energia* de um lado e *serviços* do outro, os últimos representam sempre mais de 80%: aos primeiros correspondem aproximadamente 19,1% (2010), 18,2% (2011), 17,6% (2012) e 17,7% (2013).

⁷ V. <http://www.estatisticasempresariais.mj.pt> (por último consultado em 17.10.2014).

⁸ De acordo com a lei portuguesa, sociedades em nome coletivo e sociedades em comandita são qualificadas como verdadeiras sociedades, com plena personalidade jurídica, o que as contrapõe às *sociedades civis*.

dessa grandeza, a transformarem-se ou reconstituírem-se como sociedades anônimas), será rara a designação de não sócios como gerentes. Em sociedades familiares, é comum a designação de sócios (membros da família) como gerentes, mesmo que desde o primeiro momento não se preveja o efetivo exercício do cargo gerencial. Não obstante, existe hoje maior consciência das possíveis consequências gravosas que resultam de uma tal prática, na decorrência de preceitos de direito fiscal e insolvencial que ditam a responsabilização de administradores e gerentes independentemente do efetivo desempenho de funções.

Encontramos em algumas formas de organização empresarial uma combinação de elementos civis e comerciais, como é o caso das *sociedades de advogados*, em que o exercício conjunto da profissão pode ser institucionalizado sob a forma de *sociedades de responsabilidade limitada* ou *ilimitada*. De resto, combinações como, por exemplo, as correntes na Alemanha, em que é comum a junção de uma sociedade por quotas e uma sociedade em comandita, de que a primeira é comanditada (*GmbH & Co. KG*), são, embora juridicamente admissíveis, na prática irrelevantes, em virtude da inexistência de incentivos fiscais ou outros que as distingam das comuns sociedades por quotas.

II. Constituição de SQ

Segundo o CSC, o processo de constituição de uma SQ desdobra-se em três atos principais: *ato constituinte* (contrato na sociedade pluripessoal, negócio jurídico unilateral na sociedade unipessoal); *registo* (definitivo) do ato constituinte; *publicação* do ato constituinte.

O ato constituinte deve ser reduzido a *escrito* e a(s) *assinatura(s)* do(s) subscritor(es) deve(m) ser *reconhecida(s) presencialmente*, salvo se forma mais solene for exigida para a transmissão de bens com que algum sócio entre para a sociedade, caso em que o ato constituinte deverá revestir essa forma (CSC, arts. 7/1, 270-G, 488/2)⁹.

O ato constituinte (contendo os estatutos) deve ser inscrito no registo comercial, a cargo de qualquer conservatória de registo comercial (serviço público) – art. 18/5 do CSC, art. 3/1 a) do Código de Registo Comercial (CRCom.), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 403/86, de 3 de dezembro –, a esta competindo controlar a legalidade daquele ato (arts. 46, s. do

⁹ Antes do citado Decreto-Lei n.º 76-A/2006, a forma obrigatória era a escritura pública (elaborada por notário). Além dos notários, são competentes para o reconhecimento presencial das assinaturas (depois daquele Decreto-Lei) câmaras de comércio e indústria, os conservadores e oficiais de registo, os advogados e os solicitadores.

CRCCom.). A sociedade goza de *personalidade jurídica* a partir da data do registo definitivo do ato constituinte (art. 5 do CSC).

A publicação do ato constituinte, promovida oficiosamente pela conservatória onde o registo foi efetuado, é feita (desde 2005) em sítio na Internet de acesso público (art. 167/1 do CSC, arts. 70, s. do CRCCom.).¹⁰

Em 2005 e 2006, para simplificar e tornar mais célere a constituição de sociedades (unipessoais ou pluripessoais) por quotas ou anónimas, o legislador introduziu o “regime especial de constituição imediata de sociedades” (“*empresa na hora*”) – Decreto-Lei n.º 111/2005 – e o “regime especial de constituição on-line de sociedades” (“*empresa on-line*”) – Decreto-Lei n.º 125/2006.

Aquele primeiro “regime especial” pressupõe: (a) opção por estatuto de modelo previamente aprovado por entidade pública; (b) opção por firma social previamente criada e reservada a favor do Estado, ou escolhida antes ou no início do procedimento de constituição da sociedade e aceite pelo serviço de registo no posto de atendimento, ou escolhida antes e constante de certificado de admissibilidade de firma. O procedimento de constituição, conduzido por serviço do registo comercial, deve ser iniciado e concluído no mesmo dia. Desde a sua criação em 2005 e até setembro de 2014, mais de 175.000 sociedades foram deste modo constituídas. Salientamos, neste procedimento, estes momentos: preenchimento do estatuto social, em documento particular, de acordo com o modelo previamente escolhido; registo do ato constituinte; depois, no prazo de vinte e quatro horas, o serviço competente promove, entre outras coisas, a publicação do ato constituinte. Existe um custo fixo de constituição da sociedade de 360 Euros.

O segundo “regime especial” aludido, *i.e.*, o procedimento de constituição de “*empresa on-line*” (não aplicável quando haja entradas com bens cuja transmissão exige forma mais solene do que a forma escrita) desenrola-se em sítio na Internet; é dirigido por conservatória do registo comercial. Os interessados na constituição da sociedade, diretamente ou por intermédio de advogados, solicitadores ou notários, e com os meios de certificação exigidos, transmitem *on-line* os estatutos sociais (de modelo previamente aprovado ou não); o serviço competente regista o ato constituinte e promove a respetiva publicação.

¹⁰ Para desenvolvimentos acerca do processo normal de constituição de SQ, v. J. M. Coutinho de Abreu *Curso de Direito Comercial*, vol. II – *Das sociedades*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 85, s..

Os modelos de pactos sociais a que já nos referimos são acessíveis publicamente em sítio na Internet¹¹, onde podem encontrar-se três modelos para SQ, um dos quais para a sociedade por quotas unipessoal, e dois para SA. A principal diferença entre os dois modelos para SQ pluripessoais¹² está na complexidade da regulação estatutária: um procede essencialmente à indicação dos elementos obrigatoriamente constantes do ato constituinte¹³, a que se junta a possibilidade de designação imediata do(s) titular(es) da gerência e uma regra de livre escolha pelos sócios dos seus representantes em assembleia geral (cfr. o art. 6 do modelo mais simples, idêntico ao art. 9 do segundo modelo, em confronto com a regra supletiva, por ambos afastada, do art. 249/5), ao passo que o outro acrescenta cláusulas sobre a cessão de quotas (consagrando direitos de preferência), prestações suplementares e amortização de quotas (com ou sem redução do capital).

III. Estatutos e acordos parassociais

Na prática tradicional, e mesmo em algumas normas legais, utiliza-se sinonimamente “estatutos” e “ato constituinte”. E entende-se hoje generalizadamente que o ato jurídico-negocial plurissubjetivo constituinte de sociedade tem natureza *contratual*: é um contrato de fim comum e de organização. Por sua vez, o ato constituinte de sociedade unipessoal é normalmente um *negócio jurídico unilateral*: negócio “de organização” também, já não, naturalmente, “de fim comum”.¹⁴

Os estatutos de uma SQ hão de conter certas menções (obrigatórias) e podem conter outras (facultativas).

Nos termos do art. 9/1 do CSC, dos estatutos *devem constar*: (a) os nomes ou firmas de todos os sócios fundadores e os outros dados de identificação destes; (b) o tipo de sociedade (no caso, SQ); (c) a firma; (d) o objeto social; (e) a sede; (f) o capital social; (g) a quota de capital (participação social) e a natureza da entrada (dinheiro ou bens em espécie) de cada sócio, bem como os pagamentos efetuados por conta de cada

¹¹ V. http://www.empresanahora.pt/ENH/sections/PT_pactos (por último consultado em 17.10.2014).

¹² Por seu turno, o modelo de pacto social para SQ unipessoais é muito semelhante ao modelo mais simples para SQ pluripessoais.

¹³ V. *infra*, III.

¹⁴ Cfr., com indicações bibliográficas, COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 94, s., 103-104.

entrada (em dinheiro)¹⁵; (h) consistindo a entrada em bens diferentes de dinheiro, a descrição destes e a especificação dos respetivos valores¹⁶; (i) data do encerramento do exercício económico anual, quando ele não coincida com o ano civil. Acrescente-se que as vantagens especiais concedidas a sócios conexas com a constituição da sociedade e certas despesas de constituição devem também constar dos estatutos, sob pena de ineficácia relativamente à sociedade (art. 16).

A menção do *capital social* (estatutário ou nominal) – cifra representativa do valor nominal da participação social (em SQ unipessoal) ou da soma dos valores nominais das participações sociais – merece aqui uma nota. Tradicionalmente, a lei fixava um capital social mínimo (ultimamente era de € 5 000). Atualmente, depois do Decreto-Lei n.º 33/2011, que alterou vários preceitos do CSC, *deixou de haver* (para a generalidade das SQ) *capital social mínimo fixo*. O capital social é livremente fixado nos estatutos (art. 201 do CSC). E porque o valor nominal mínimo das quotas é de € 1, o capital social mínimo fixado estatutariamente dependerá do número de sócios fundadores: €1 para a SQ unipessoal, €2 para a SQ com dois sócios fundadores, etc.¹⁷

Nos estatutos há lugar também para menções *facultativas*¹⁸. Por um lado, os espaços não ocupados por lei podem ser preenchidos por cláusulas estipuladas pelos sócios que não contrariem características essenciais do tipo SQ (*v.g.*, pode ser criado um órgão consultivo cuja competência não colida com a de qualquer órgão necessário). Por outro lado, a própria lei habilita às vezes os estatutos a estabelecerem determinada disciplina (*v.g.*, os estatutos podem impor a um ou mais sócios prestações acessórias, ou permitir deliberações dos sócios exigindo prestações suplementares – arts. 209 e 210 do CSC). Por outro lado ainda, o CSC contém várias normas dispositivas ou supletivas, isto é, normas que podem ser derogadas pelos estatutos das sociedades ou por deliberações por eles ou por lei admitidas (cfr. o art. 9/3 do CSC) – *v.g.*, o art. 217/1 permite que a regra da distribui-

¹⁵ Esta alínea do art. 9/1 é complementada pela alínea b) do art. 199, na redação introduzida pelo Decreto-Lei n.º 33/2011: quando seja caso disso, os estatutos devem mencionar o montante das entradas (em dinheiro) a realizar até ao termo do primeiro exercício económico, bem como o montante das entradas diferidas para momento ulterior.

¹⁶ As entradas em espécie devem ser avaliadas por revisor oficial de contas (ROC) independente (art. 28).

¹⁷ V. por todos, desenvolvidamente, P. TARSO DOMINGUES, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de J.M. Coutinho de Abreu), vol. III (Artigos 175.º a 245.º), Almedina, Coimbra, 2011, comentário ao art. 201, p. 198, s..

¹⁸ Exceto, claro, nos estatutos de modelo previamente aprovado, como nos da “empresa na hora”.

ção de pelo menos metade do lucro de exercício distribuível seja derrogada pelos estatutos.

Qualquer *alteração dos estatutos*, quer por modificação ou supressão de alguma das suas cláusulas quer por introdução de nova cláusula, tem de ser feita por deliberação dos sócios. Que, para ser válida, tem de ser adotada por, pelo menos, três quartos de todos os votos emissíveis ou por número maior de votos exigido pelos estatutos (art. 265/1 do CSC). E podem os estatutos estabelecer ainda que as alterações ou certas alterações estatutárias ficam dependentes do voto favorável de certo sócio (com direito especial) – art. 265/2.

Note-se também a regra do art. 86/2 do CSC: se uma alteração estatutária envolver o aumento das prestações impostas pelos estatutos aos sócios, esse aumento, ainda que válido em geral, é ineficaz (não produz efeitos) para os sócios que nele não tenham consentido.

Os estatutos das sociedades, com exceção dos aprovados por atos legislativos, são negócios jurídicos, expressivos de ordenação baseada na vontade dos sócios. São, no entanto, negócios jurídicos de organização, relevando não apenas para os sócios atuais mas também para futuros sócios e terceiros; contêm várias disposições de carácter geral e abstrato, cláusulas de natureza “normativa”.

Consoante é acentuado mais o carácter jurídico-negocial ou o carácter jurídico-normativo dos estatutos, assim se defende para *interpretação* dos mesmos a aplicação ora dos princípios interpretativos dos negócios jurídicos, ora dos princípios de interpretação da lei.

Parece preferível partir das regras de interpretação dos negócios jurídicos. Procedendo embora a diferenciações impostas pela diversidade das cláusulas estatutárias. Assim, na interpretação das cláusulas de organização e funcionamento relevantes também para futuros sócios e terceiros, muito pouco espaço haverá para os elementos interpretativos de índole subjetiva; a vontade dos sócios há de extrair-se do texto das cláusulas estatutárias e do respetivo contexto. Já na interpretação das cláusulas que regulam as relações de um ou mais sócios entre si ou com a sociedade, devem ser inteiramente observadas as regras aplicáveis à interpretação dos negócios jurídicos em geral – regras ainda de carácter “objetivo”, mas admitindo a utilização de circunstâncias exteriores aos estatutos para perquirir a vontade real ou o sentido “normal” das declarações dos sócios refletidas nos estatutos.¹⁹

¹⁹ Cfr, com indicações bibliográficas, COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 142 s. e, desenvolvimente, HUGO DUARTE FONSECA, *Sobre a interpretação do contrato de sociedade nas sociedades por quotas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008.

As lacunas dos estatutos devem em primeira linha ser preenchidas pelos preceitos dispositivos do CSC relativos às SQ; inexistindo ou sendo eles insuficientes, recorrer-se-á à vontade hipotética ou conjectural dos sócios, ou aos princípios da boa-fé quando estes imponham solução diversa da decorrente daquela vontade.

Ao nível infra-estatutário, no que diz respeito aos chamados *regimentos*, não existe uma regulamentação específica que lhes seja dedicada pelo CSC. No entanto, a doutrina é consensual na aceitação da sua validade²⁰, pensando sobretudo nas SA, onde são mais frequentemente utilizados. Nesse contexto, surgem regimentos específicos para determinados órgãos sociais, sobretudo para o órgão de administração. Pode dizer-se que, na prática, os regimentos em SQ são coisa rara. De todo o modo, eles são admissíveis.

A possibilidade de os sócios, ou parte deles, recorrerem a acordos parasociais em ordem à regulação de certos aspetos da vida social é expressamente reconhecida pelo art. 17, aplicável em geral a todos os tipos societários. O seu efeito é *inter partes*, não *erga omnes* (art. 17/1). Há um desvio a essa regra geral no direito do mercado de capitais, para as sociedades abertas, que portanto não releva no universo das sociedades fechadas²¹.

Não há uma tipologia de acordos parassociais legalmente definida, ainda que, na prática, eles com frequência se ocupem do exercício do direito de voto (*v.g.*, na designação de gerentes), da cessão de quotas (opções de compra e de venda, direitos de preferência, *etc.*), ou de outras facetas da governação interna da sociedade.

Há um claro intuito de evitar desvios fundamentais à estrutura orgânica prevista na lei, o que torna esta regra especialmente importante para as SA – onde é suposta uma mais nítida separação entre a gestão e a participação social – e não tão significativa (ainda que não necessariamente irrelevante) na prática das SQ, caracterizadas legal-tipicamente pela existência de poderes dos sócios para intervir na gestão²².

Se todos os fundadores de uma SQ subscreverem um acordo parassocial de voto, não há, à partida, obstáculo à sua validade e eficácia: o exercício do direito de voto é um dos pontos que podem validamente constituir objeto de acordo parassocial, desde que dele não resultem obrigações de

²⁰ V. por todos J. ENGRÁCIA ANTUNES, “O regimento do órgão de administração”, in *DSR*, n.º 2, 2009, p. 85 s.

²¹ *I.e.*, o art. 19 do CVM, essencialmente exigindo a comunicação e publicação de acordos parassociais relevantes para o controlo; e ferindo de anulabilidade as deliberações sociais baseadas em votos que resultam da execução dos acordos não comunicados ou não publicados.

²² V. os arts. 259 e 246 para as SQ, comparando-os com os arts. 373/3 e 405/1 para as SA.

(i) seguir sempre as instruções da sociedade ou um dos seus órgãos, (ii) aprovar sempre as propostas feitas por estes ou (iii) exercer (ou abster-se de exercer) o direito de voto em contrapartida de vantagens especiais²³.

Se partirmos do pressuposto da não violação destes limites, um acordo “omnilateral” poderá ter um papel na interpretação dos estatutos de uma SQ. Como acima indicado, ganham prevalência as regras sobre a interpretação do negócio jurídico (por oposição às que regem a interpretação legal) quando estão em causa direitos e deveres da sociedade e do sócio; pelo que elementos externos podem ser utilizados com vista à interpretação da vontade das partes.

Bem mais duvidosa é a relevância de um tal acordo em sede de impugnação de uma deliberação dos sócios que seja desconforme com o acordo parassocial, mas conforme com os estatutos²⁴.

IV. Governação interna da SQ

Os sócios de SQ têm *competências deliberativas* muito alargadas: (a) para certos assuntos, competência legal imperativa, não podendo eles, portanto, atribuí-la a outro órgão por cláusula estatutária ou por deliberação; (b) para certos outros assuntos, competência legal dispositiva – a lei atribui aos sócios poder deliberativo, mas permite que os estatutos o atribuam a outro órgão; (c) competência estatutária – poderes que os sócios, com permissão legal, se autoatribuem nos estatutos; (d) competência legal facultativa – principalmente em matérias (não discriminadas) de gestão, a lei atribui aos sócios competência deliberativa que eles podem exercer ou não²⁵.

²³ Art. 17/3; v. CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. Coutinho de Abreu), vol. I (Artigos 1.º - 84.º) (Coimbra: Almedina, 2010), p. 310 s. (comentário ao art. 17).

²⁴ Expressamente neste sentido, v. p. ex. o ac. da RG de 13.11.2002, in *CJ*, XXVII, 2002, p. 268 s., e PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2012, p. 172. Mas há opiniões em favor de uma eficácia do acordo *para com a sociedade*, baseadas numa certa compreensão da doutrina da desconsideração da personalidade jurídica, ou antes em favor de uma derrogação das regras societárias imperativas quando não haja outros interesses a atender que não os dos sócios, partes no acordo, e regulados no acordo. Para esta última opinião, v. mais recentemente MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “Acor- dos parassociais ‘omnilaterais’”, in *DSR*, n.º 2, 2009, p. 110 e *passim*.

²⁵ Desenvolvidamente, J. M. COUTINHO DE ABREU, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), vol. IV (artigos 246.º a 270.º-G), Almedina, Coimbra, 2012, p. 14, s. (comentário ao art. 246).

Compete à *gerência representar e administrar* a SQ (arts. 252/1 e 259 do CSC). Mas os poderes de gestão estão ou podem estar subordinados ao poder deliberativo dos sócios. Com efeito, certos atos de gestão dependem de deliberação dos sócios, por força de lei imperativa (*v. g.*, aquisição, alienação e oneração de quotas próprias, aprovação das contas e aplicação dos resultados anuais: art. 246/1, b) e e)), de lei dispositiva (*v.g.*, alienação ou oneração de bens imóveis, alienação, oneração ou locação de estabelecimento, subscrição ou aquisição de participações noutras sociedades e sua alienação ou oneração: art. 246/2, c) e d)) ou dos estatutos (é possível os estatutos estipularem que depende de deliberação dos sócios a prática de certos atos ou categorias de atos de gestão: proémio do art. 246/1). Por outro lado, os sócios têm o poder (legal) geral de, mediante deliberação, dar instruções genéricas ou concretas aos gerentes em matérias de gestão – é o que decorre do art. 259: “Os gerentes devem praticar os atos que forem necessários ou convenientes para a realização do objeto social, *com respeito pelas deliberações dos sócios*”.

A assembleia geral das SQ (diferentemente do que se verifica nas sociedades anónimas: cfr. o art. 373) é, pois, o órgão social superior, e um órgão quase-soberano.

A gerência é composta por *um ou mais* gerentes, *pessoas singulares* com capacidade jurídica plena, sócios ou não (art. 252/1 do CSC). São normalmente designados *no ato constituinte* ou *eleitos* posteriormente por deliberação dos sócios (art. 252/2)²⁶, *por tempo indeterminado*, salvo se os estatutos ou o ato de designação fixarem termo (art. 256).

Quando a gerência é plural, em regra (dispositiva) as decisões (internas) de administração são tomadas *colegialmente*, isto é, com adoção de deliberações (maioritárias) em reunião dos gerentes, e os poderes de representação ou vinculação (externa) são exercidos *conjunta-maioritariamente* (a sociedade fica “vinculada pelos negócios jurídicos concluídos pela maioria dos gerentes ou por ela ratificados”) – art. 261/1.

Os gerentes podem decidir (maioritariamente) *delegar* em algum ou alguns deles poderes de administração e de representação para determinados negócios ou sectores negociais (art. 261/2). De todo o modo, os gerentes não delegados não ficam privados de poderes administrativos e/ou representativos nas matérias delegadas.²⁷

²⁶ Os estatutos podem prever outras formas de designação (p. ex., nomeação de um ou mais gerentes por um sócio com direito especial de designação). É possível também, em algumas situações, a designação judicial (art. 253/3).

²⁷ Cfr. COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 598-599.

A relação de administração que liga o gerente à sociedade pode ser *extinta* por caducidade, renúncia, acordo revogatório e destituição²⁸.

Quanto a esta última causa de extinção, vigora a regra da *livre destituição*: os sócios podem a todo o tempo deliberar destituir gerente, haja ou não justa causa (art. 257/1). Porém, quando não haja justa causa de destituição (designadamente, o gerente não violou gravemente os seus deveres, nem revelou inaptidão para o exercício normal das suas funções), o gerente destituído tem direito a ser indemnizado (art. 257/7).

Há no entanto casos em que, em *exceção* àquela regra, a destituição só pode ter lugar por decisão judicial fundada em justa causa: quando o gerente seja sócio com direito especial à gerência (art. 257/3); quando a sociedade tenha apenas dois sócios e um deles pretenda a destituição do outro enquanto gerente com fundamento em justa causa (art. 257/5); quando o gerente haja sido nomeado pelo tribunal²⁹.

A SQ não tem de ter *órgão de fiscalização*. Mas pode ter, como órgão de fiscalização estatutariamente previsto, um conselho fiscal ou um fiscal único, com o regime previsto para as sociedades anónimas (art. 262/1 do CSC)³⁰.

No entanto, quando a SQ ultrapasse certa dimensão³¹, se não tiver órgão fiscalizador, deve ser designado um revisor oficial de contas para proceder à revisão legal das contas (art. 262/2).

Os administradores das SQ (bem como das sociedades de outros tipos)³² estão sujeitos a *deveres legais específicos* (resultam imediata e especificadamente da lei) e a *deveres legais gerais* – deveres de *cuidado* e deveres de *lealdade* (art. 64/1 do CSC)³³.

²⁸ Desenvolvidamente, COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 618, s..

²⁹ Para este caso, v. RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, vol. III, Almedina, Coimbra, 1991, p. 105, JOÃO LABAREDA, *Direito societário português – Algumas questões*, Quid Juris?, Lisboa, 1998, p. 108.

³⁰ Para uma leitura atualista deste preceito, v. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. IV cit., p. 179, s..

³¹ *I.e.*, quando a sociedade, durante dois exercícios consecutivos, ultrapasse dois dos seguintes três limites: a) total do balanço de 1.500.000 Euros; total das vendas líquidas e outros proveitos de 3.000.000 Euros; e número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50 (cfr. art. 262/2).

³² Os deveres dos administradores estão regulados na Parte Geral do CSC: v. sobretudo os arts. 64 e 71 s.

³³ Desenvolvidamente, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, 2.^a ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 12, s..

Um dos deveres de lealdade dos administradores traduz-se em estes terem a obrigação de aproveitar as *oportunidades de negócio* da sociedade³⁴ em benefício dela, não em seu benefício ou no de outros sujeitos, salvo consentimento da sociedade.

Um gerente de SQ que aproveite indevidamente para si uma oportunidade de negócio da sociedade, além de poder ser destituído com justa causa, *responde civilmente para com a sociedade*. Verificam-se, com efeito, os pressupostos previstos no art. 72/1 do CSC: ilicitude do comportamento do gerente (violação do dever legal de lealdade), culpa (neste caso presumida, e cuja bitola é a do “gestor criterioso e ordenado”³⁵), dano da sociedade e nexo de causalidade entre o facto (ilícito e culposos) e o dano.

A *ação judicial* de responsabilidade a favor da sociedade pode ser proposta *por esta*, na sequência de deliberação dos sócios em que o sócio-gerente cuja responsabilidade está em causa não pode votar (arts. 75 e 76), *por um ou vários sócios* que possuam, pelo menos, quotas correspondentes a 5% do capital social, quando a sociedade a não proponha (art. 77), ou *por credor(es)* da sociedade, quando nem a sociedade nem os sócios a propuserem e a indemnização da sociedade seja essencial para a satisfação ou garantia dos seus créditos (art. 78/2)³⁶.

O proponente da ação de responsabilidade pode pedir indemnização por reconstituição natural – o negócio em causa será transferido para a sociedade e /ou os lucros obtidos pelo gerente correspondentes ao lucro cessante da sociedade serão entregues a esta –, ou indemnização por equivalente (em dinheiro) que coloque a sociedade na situação patrimonial em que se encontraria se não tivesse ocorrido o comportamento lesivo³⁷. A menos que o montante da indemnização esteja já fixado em cláusula (penal) dos estatutos da sociedade (cfr. os arts. 810, s. do Código Civil).

³⁴ Vem-se entendendo que uma oportunidade negocial é da sociedade quando se insere no domínio de atividade da sociedade, ou esta tem interesse relevante nela; ou quando a sociedade manifestou já interesse no negócio em causa, ou recebeu proposta contratual, ou está em negociações para conclusão do contrato.

³⁵ Cfr. art. 64/1 a).

³⁶ V. por todos COUTINHO DE ABREU (nota 33), p. 60, s. ou J. M. COUTINHO DE ABREU/ELISABETE RAMOS, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I cit., p. 875, s..

³⁷ V. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, “O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias”, *Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas* n.º 20, 2011, p. 50, s..

V. Transmissão de quotas entre vivos

A transmissão de quotas entre vivos, para ser válida, deve ser feita por *escrito* (simples) – art. 228/1 do CSC³⁸.

E torna-se *eficaz para com a sociedade* (esta passará a considerar o adquirente como titular efetivo da quota, com os respetivos direitos e deveres) quando lhe for *comunicada* por escrito (pelo transmitente, pelo adquirente ou por ambos) ou por ela *reconhecida*, expressa ou tacitamente (art. 228/3). Mas a eficácia, relativamente à sociedade, das transmissões voluntárias de quotas depende ainda, muitas vezes, do *consentimento da sociedade*. Diz, com efeito, o n.º 2 do art. 228: “A cessão de quotas não produz efeitos para com a sociedade enquanto não for consentida por esta, a não ser que se trate de cessão entre cônjuges, entre ascendentes e descendentes ou entre sócios”.³⁹ O consentimento da sociedade, quando expresso, é dado por deliberação dos sócios (art. 230/2)⁴⁰.

Por outro lado, para a transmissão de quotas produzir *efeitos contra terceiros*, é preciso que ela seja *registada* em conservatória de registo comercial (CRCom., arts. 3/1 c) e 14/1). Se, por exemplo, o sócio A vendeu validamente a sua quota a B e, posteriormente, a C, e este conseguiu o registo da aquisição antes de B, a titularidade de C sobre a quota – apesar de ter adquirido *a non domino* – prevalecerá em relação à de B⁴¹ (cfr. tb. o art. 12 do CRCom.).

O CSC permite aos estatutos de SQ larga margem de conformação do regime da transmissão de quotas. Assim, “são válidas as cláusulas que *proíbam* a cessão de quotas, mas os sócios terão, nesse caso, direito à exoneração, uma vez decorridos 10 anos sobre o seu ingresso na sociedade” (art. 229/1). Por outro lado, os estatutos podem derogar o regime do art. 228/2, quer *dispensando o consentimento* da sociedade para todas ou algumas situações (art. 229/2), quer *exigindo o consentimento* para todas ou algumas das cessões em que, segundo aquele preceito, ele não é exigido (art. 229/3). E podem *condicionar o consentimento* da sociedade a requisitos (subjativos e/ou objetivos) específicos (art. 229/5).

³⁸ Antes da alteração deste preceito pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, era exigida escritura pública.

³⁹ Esta regra (dispositiva, como depois se verá) é inversa à regra legal dispositiva da cessão livre das quotas que o art. 6 da citada lei de 1901 estabelecia.

⁴⁰ Para o consentimento tácito, v. os n.ºs 5 e 6 do art. 230.

⁴¹ Sem prejuízo, é evidente, da obrigação de indemnização que recaia sobre A perante B. O registo é agora (depois do Decreto-Lei n.º 76-A/2006) promovido pela sociedade (arts. 242-A, s. do CSC).

Em suma, pode dizer-se que a interação entre as várias opções reconhecidas pelo legislador e os exatos contornos dos estatutos, com respeito à cessão de quotas, podem ter um impacto significativo no grau de *fechamento* ou *abertura* da sociedade.

São frequentes as cláusulas estatutárias atribuindo *direito de preferência aos sócios e/ou à sociedade* em caso de cessão de quotas. Embora não previstas no CSC, estas cláusulas são lícitas – exceto se, ou na medida em que, subordinem ou façam depender a eficácia da cessão de quota para com a sociedade do cumprimento, pelo cedente, da obrigação de preferência (cfr. o art. 229/5 do CSC). O direito de preferência estipulado em contrato de sociedade com forma legal e registado tem eficácia *erga omnes*: se uma quota for cedida sem que se tenha dado conhecimento ao ou aos preferentes, estes têm o direito de, por meio de ação judicial de preferência, se substituírem ao cessionário.⁴²

O consentimento da sociedade solicitado para a transmissão de quota pode ser recusado por ela. Duas hipóteses devem então ser tidas em conta: estar a quota em causa *há mais de três anos* na titularidade de quem pretende transmiti-la, ou na titularidade do seu cônjuge ou de pessoa a quem tenham, um ou outro, sucedido por morte (art. 231/3); a quota em causa estar *há menos de três anos* na titularidade daqueles sujeitos.

Na primeira hipótese, deve a comunicação de *recusa de consentimento* dirigida ao sócio que pretende ceder a quota incluir uma *proposta* de amortização ou de aquisição da quota⁴³; se o titular da quota não aceitar a proposta no prazo de 15 dias, fica esta sem efeito, mantendo-se a recusa do consentimento (art. 231/1). Portanto, se o titular da quota aceitar a proposta, não ficará “prisioneiro da quota”⁴⁴, mas não a transmitirá a quem ele queria.

Na segunda hipótese, parecerá que a recusa de consentimento reterá inelutavelmente (por algum tempo) o titular da quota na sociedade.

⁴² V. por todos J. M. COUTINHO DE ABREU, “Direito de preferência em cessão de quotas”, em *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 147, s..

⁴³ O direito de adquirir a quota é atribuído aos demais sócios, primeiro, e à sociedade, depois (art.231/4).

⁴⁴ E receberá uma contrapartida em dinheiro igual ao valor resultante do negócio encerrado pelo cedente, ou o valor real da quota – v. a alínea d) do n.º 2 do art. 231.

Mas será a recusa de consentimento sempre lícita, insindicável judicialmente? Não parece – especialmente nos casos da segunda hipótese⁴⁵. Os sócios estão vinculados pelo dever de atuação compatível com o interesse social (ou dever de lealdade⁴⁶). Não pode a maioria votar pela recusa do consentimento tendo em vista tão só, por exemplo, prejudicar o sócio que pretende ceder a quota (a manutenção deste sócio na sociedade não se mostra importante para a vida desta, o pretendido cessionário – um filho, p. ex. – é pessoa da confiança dos restantes sócios, a maioria visa somente tornar aquele sócio “prisioneiro” da sociedade, ou pressioná-lo a desfazer-se da quota a favor da sociedade ou dos sócios sem justa contrapartida...). *Deliberações deste tipo não podem ser anuladas pelo tribunal*, com base na alínea a) do n.º 1 do art. 58, ou na alínea b) desse número (deliberações abusivas).

Anulada a deliberação de recusa do consentimento, manter-se-á, ainda assim, a falta do consentimento. E a estória poderia repetir-se... Contudo, talvez seja razoável entender-se que a anulação da deliberação que recusou o consentimento *torna livre a projetada transmissão da quota* – aplicando-se o n.º 4 do art. 230: “Se a sociedade não tomar a deliberação sobre o pedido de consentimento nos 60 dias seguintes à sua receção, a eficácia da cessão deixa de depender dele”.

A lei não trata expressamente a inclusão nos estatutos das chamadas cláusulas de *tag along* ou *drag along*⁴⁷. Não obstante, o manejo adequado dos instrumentos estatutários e contratuais ao dispor dos sócios, dentro do quadro geral da liberdade contratual, pode permitir obviar à invalidade de tais cláusulas: entre outros instrumentos concebíveis, servirá semelhantes propósitos a previsão estatutária de causas de amortização, desde que não redundando em expropriação ilegal dos direitos do sócio, nem tão-pouco conferindo poderes arbitrários ao sócio para sua exoneração⁴⁸.

⁴⁵ COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 372; em boa parte no mesmo sentido, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. III cit., p. 487 (em comentário ao art. 231). Contra, v. designadamente RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, vol. I, Almedina, Coimbra, 1987, p. 631, s., 641.

⁴⁶ V. COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 290.

⁴⁷ Podem encontrar-se, contudo, afirmações que mais ou menos explicitamente pressupõem a sua validade – p. ex., v. PAULO OLAVO CUNHA (nota 24), pp. 180-181 (especialmente no contexto das SA); quanto a sociedades familiares, v. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “«Pais, filhos, primos e etc., Lda.»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução”, in *DSR*, n.º 10, 2013, p. 71.

⁴⁸ V. art. 240/8, referido *infra*, VI.

VI. Exclusão e exoneração de sócios

Tanto a *exclusão* como a *exoneração* de sócios encontram-se reguladas sobretudo⁴⁹ nos artigos 240 a 242.

O artigo 241 autoriza cláusulas estatutárias que estabeleçam os termos e requisitos de *exclusão*. Estas podem prever como causa circunstâncias respeitantes à pessoa ou ao comportamento do sócio, casos em que não é devida uma intervenção judicial. Os sócios têm o poder exclusivo de submeter essa exclusão a uma deliberação (art. 246/1 c)), que deverá ser tomada, nos termos gerais, por maioria simples, a não ser que os estatutos fixem requisitos de maioria mais exigentes⁵⁰.

É consensual que as causas de exclusão estatutariamente consagradas não exigem *justa causa*, mas tal não deve ser lido como a concessão de um direito de exclusão absoluto ou discricionário aos sócios⁵¹. As circunstâncias que legitimam a exclusão devem ser suficientemente claras e específicas – de outro modo, a previsibilidade devida não estaria salvaguardada. Por exemplo, cláusulas que simplesmente autorizem deliberações de exclusão “quando a sociedade entenda ser conveniente” são nulas⁵².

Ao deliberarem a exclusão (e em consequência de uma remissão do art. 241/2 para os preceitos relativos à amortização de quotas), os sócios devem também determinar o destino da(s) quota(s) do sócio excluído: a sua amortização ou a sua aquisição pela sociedade, outro sócio ou terceiro⁵³.

No que toca à avaliação da(s) quota(s) do sócio excluído, o artigo 241/3 admite desvios em relação ao fixado para a amortização: os estatutos podem ditar um valor da quota, ou um critério de determinação desse valor, diferente do que resultaria dos preceitos aplicáveis à amortização.

Assim, as regras vigentes para esta última são o ponto de partida, como regra supletiva, que, por meio de uma série de remissões⁵⁴, se caracteriza por uma avaliação baseada na parte correspondente a uma hipotética liquidação da sociedade, à data da deliberação de exclusão. Este critério legal de avaliação de participações sociais é entendido como uma referên-

⁴⁹ Com remissões relevantes para as regras sobre amortização de quotas, bem como para as regras gerais acerca da avaliação de participações sociais, como veremos.

⁵⁰ COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 438.

⁵¹ V. (com mais referências) CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. III *cit.*, p. 574 (comentário ao art. 241).

⁵² Exemplo dado por COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 436.

⁵³ V. arts. 232/5 e 234.

⁵⁴ O art. 235/1 a) faz remissão para o art. 105/2, que por sua vez remete para o art. 1021 do CCiv., que faz nova remissão para o art. 1018 do mesmo Código.

cia ao valor *real*, por oposição ao *nominal*⁵⁵, e será determinado por um revisor oficial de contas⁵⁶. A regra supletiva prescreve ainda o pagamento da contrapartida da exclusão em duas prestações, a efetuar dentro de seis meses e um ano, respetivamente, após a fixação do valor.

No entanto, nos estatutos podem os sócios fazer uso da sua liberdade contratual para estipularem um critério de avaliação que efetivamente reduza⁵⁷ o montante devido em resultado da exclusão.

Quanto aos demais requisitos formais para uma exclusão por causa estatutária, o conhecimento⁵⁸ dos factos que fundam o direito de exclusão desencadeia um prazo de noventa dias para a adoção da deliberação de exclusão. Esta terá de ser subsequentemente comunicada ao sócio expulso (a não ser que tenha participado na assembleia geral que a tomou) e inscrita no registo comercial⁵⁹.

Para lá da exclusão estatutária acima descrita, a lei societária portuguesa prevê no artigo 242 uma cláusula geral de exclusão *judicial* fundada em *justa causa*. Na sua base está um comportamento do sócio “desleal ou gravemente perturbador do funcionamento da sociedade”. Muitos exemplos foram já indicados⁶⁰, tais como o aproveitamento em benefício próprio de oportunidades de negócios da sociedade, a frequente propositura de ações chicaneras contra a sociedade, o uso em proveito próprio de património social, assédio sexual a trabalhadores da sociedade, atos de concorrência desleal contra a sociedade, *etc.*. No entanto, o carácter repreensível do comportamento não é suficiente para uma exclusão judicial: este terá,

⁵⁵ “Tanto quanto possível”, conforme decidiu o STJ em ac. de 07.10.1997, in *CJ-STJ*, 1997, III, p. 52; v. PAULO DE TARSO DOMINGUES, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. III *cit.*, p. 520 (comentário ao art. 235).

⁵⁶ O revisor será escolhido por mútuo acordo, ou, na sua falta, designado pela OROC, nos termos do art. 105/2 (aplicável por remissão – v. *supra*, nota 54).

⁵⁷ Aparentemente aceitando tal redução, A. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades comerciais*, 6.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 374 e 393-394. Mais claramente (no contexto da amortização) em favor de uma ampla liberdade de estipulação, v. RAUL VENTURA, *Sociedades por quotas*, vol. I, 2.ª ed. *cit.*, p. 724, e COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 411. Contra, v. (com referências) CAROLINA CUNHA, “A exclusão de sócios (em particular, nas sociedades por quotas)”, in *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, p. 228 s.

⁵⁸ Não é totalmente claro se o conhecimento relevante para este efeito é o do *gerente*, numa leitura literal da remissão para as regras da amortização (CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. III *cit.*, p. 579 (comentário ao art. 241)), ou antes o de *sócio(s)* (ac. do STJ de 11.11.1997, in *CJ-STJ*, 1997, III, p. 126-127; aparentemente também neste sentido, A. PEREIRA DE ALMEIDA (nota anterior), p. 391).

⁵⁹ V. art. 3/1 i) do CRCom..

⁶⁰ V. COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 435.

em acréscimo, que ter causado, ou poder vir a causar, “prejuízos relevantes” à sociedade (art. 242/1).

A lei impõe, como requisitos formais para esta exclusão, uma intervenção judicial que é precedida de uma deliberação dos sócios de propositura da ação de exclusão; também aqui, assim como na exclusão por causa estatutária, a exclusão deverá ser registada⁶¹.

Esta intervenção judicial é não apenas precedida, mas também seguida de nova deliberação social, agora definindo o destino a dar à participação social do sócio excluído. As opções são, de novo – e tal como para a exclusão de fonte estatutária –, a amortização ou a aquisição da quota pela sociedade, sócio ou terceiro; tal decisão deverá ser tomada dentro de trinta dias após o trânsito em julgado da sentença de exclusão.

Mais uma vez, no que toca à contrapartida devida pela perda da quota, as regras supletivamente aplicáveis são as da amortização; e o valor *real* da participação será calculado com referência à data da propositura da ação de exclusão. Mas a lei permite, expressamente, que os estatutos disponham diferentemente (art. 242/4), o que significa que neles se poderá prever um valor inferior ou um critério de avaliação menos favorável ao sócio, o que poderá ser qualificado como uma *cláusula penal*⁶².

Finalmente, a lei confere aos sócios, em certas circunstâncias, um *direito de exoneração*, designadamente quando determinadas deliberações de maior importância são tomadas contra o seu voto: aumento de capital a subscrever total ou parcialmente por terceiros, mudança do objeto social, prorrogação da sociedade, transferência de sede para o estrangeiro, regresso à atividade da sociedade dissolvida, ou ausência de deliberação de exclusão ou de promoção da exclusão judicial quando exista justa causa para o efeito (art. 240/1).

Formalmente, o procedimento começa com uma declaração escrita do sócio em que dá conta da sua intenção de se exonerar, nos noventa dias seguintes ao facto em que ela se fundamenta. Em seguida, os sócios deliberam a amortização ou a aquisição da quota pela sociedade, outro sócio ou terceiro. No que toca à avaliação da quota, a liberdade de estipulação tem agora feições bem diversas, por comparação com o que vimos acima: no caso de exoneração, a perda da quota não pode ter como contrapartida menos que o seu valor *real*; e não podem ser conferidos pelos estatutos aos

⁶¹ V. art. 3/1 i) do CRCCom..

⁶² V. CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. III cit., p. 587-588 (comentário ao art. 242) e p. 577-578 (comentário ao art. 241).

sócios direitos de exoneração cujo exercício fique simplesmente à mercê da vontade arbitrária do sócio seu titular (art. 240/8).

VII. Conflitos entre sócios

1. Abusos de maioria

(a) *Negócios entre SQ e partes relacionadas*

Nos negócios entre sociedade e sócio (maioritário), importa distinguir consoante o sócio é *gerente* ou *não*.

No primeiro caso, é aplicável por analogia, com algumas adaptações, o art. 397 do CSC, diretamente aplicável às sociedades anónimas⁶³.

Assim, sob pena de nulidade, é *proibido* à sociedade conceder empréstimos ou crédito a gerentes, efetuar pagamentos por conta deles, prestar garantias a obrigações por eles contraídas e facultar-lhe adiantamentos de remunerações superiores a um mês (art. 397/1).

No pólo oposto estão os negócios *livremente celebráveis*: quando compreendidos no objeto típico da sociedade e nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente gerente (art. 397/5).

Entre os negócios absolutamente proibidos e os livremente celebráveis, os demais negócios entre SQ e gerente, para serem válidos, têm de ser *previamente autorizados por deliberação da gerência* ou, se esta for singular, *dos sócios*⁶⁴ e merecerem, se existir órgão de fiscalização, parecer favorável deste (cfr. o art. 397/2). Por conseguinte, se um sócio gerente compra à sociedade um bem por valor muito inferior ao do mercado, o negócio será nulo se tiverem sido omitidos aqueles procedimentos de controlo preventivo. Mas nulo será também se as citadas deliberações o tiverem autorizado. Uma deliberação que autorize um tal negócio é nula ou (porque abusiva) anulável. Não produzindo efeitos a deliberação nula ou anulada, falha um requisito essencial para a validade do negócio.

⁶³ J. M. COUTINHO DE ABREU (nota 33), p. 28, nt. 46, e “Negócios entre sociedade e partes relacionadas (administradores, sócios)” *Direito das Sociedades em Revista* 9 (2013), p. 20, s., ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “A aplicação do art. 397.º CSC às sociedades por quotas”, em *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 557, s.. Indicam-se aí também teses divergentes.

⁶⁴ Em qualquer caso, o gerente sócio interessado está impedido de votar.

No caso de uma compra e venda celebrada entre a SQ e o *sócio maioritário não gerente* e que é manifestamente prejudicial para a sociedade, vários meios de reação são possíveis.⁶⁵

Se se prova que a compra e venda é afinal uma *doação mista* ou negócio misto com doação – as partes (a sociedade representada por gerente(s) e o sócio) sabem que o preço é inferior ao valor da coisa vendida, pretendendo com isso que o sócio seja beneficiado gratuitamente com a diferença de valores –, o negócio é *nulo*, podendo a nulidade ser invocada a todo o tempo por qualquer interessado (sociedade, sócios, credores sociais). Com efeito, de acordo com o art. 6 do CSC, a capacidade jurídica das sociedades é em geral balizada pelo escopo lucrativo; por isso, os atos negociais gratuitos praticados por sociedade em benefício de algum sócio são em regra nulos. E se, apesar da declaração da nulidade, a sociedade sofrer danos, responderão civilmente para com ela, de modo solidário, além dos gerentes que intervieram no negócio (arts. 72, s.), também o sócio maioritário contraparte nesse negócio quando tenha determinado a atuação ilícita daqueles (art. 83/4)⁶⁶.

Se não se prova a doação mista, mas a compra e venda é *manifestamente prejudicial* para a sociedade, daqui se podendo concluir que os gerentes atuaram conscientemente em detrimento da sociedade e que o sócio maioritário conheceu ou devia ter conhecido (dado que o desequilíbrio negocial era evidente) a natureza daquela atuação, então, por aplicação analógica do art. 269 do Código Civil (abuso da representação), dir-se-á que o negócio é *ineficaz relativamente à sociedade*⁶⁷.

Se, por qualquer razão (lei, estatutos, iniciativa de sócio(s)), a referida compra e venda tiver sido autorizada por deliberação dos sócios, esta será inválida – mesmo que o sócio maioritário contraparte no negócio não tenha votado⁶⁸. Na verdade, ou é *nula* por violação da norma imperativa do n.º 1 do citado art. 6 (art. 56/1 d)), ou é *anulável* porque abusiva nos termos do art. 58/1, b) ou a).⁶⁹

⁶⁵ V. COUTINHO DE ABREU (nota 63), p. 22, s., com mais indicações.

⁶⁶ V. RUI PEREIRA DIAS, *Responsabilidade por Exercício de Influência sobre a Administração de Sociedades Anónimas – Uma Análise de Direito Material e Direito de Conflitos*, Almedina, Coimbra, 2007.

⁶⁷ Sem possibilidade de ratificação válida do negócio pela assembleia geral – v. o que a seguir se diz em texto.

⁶⁸ Ele estava impedido de votar por se encontrar em situação de conflito de interesse com a sociedade (art. 251/1 g) do CSC).

⁶⁹ Ainda que a deliberação anulável não fosse anulada, ao ato de execução pelos gerentes seria aplicável a disciplina referida nos parágrafos anteriores.

(b) *Remuneração excessiva de gerente*

A remuneração dos gerentes é *fixada por deliberação dos sócios* (art. 255/1 do CSC).

Tem-se entendido na doutrina e na jurisprudência que o sócio gerente *pode votar* na deliberação que fixa a sua remuneração (o eventual conflito de interesses não releva aqui de modo a impedir o voto)⁷⁰.

Atendendo às qualificações do gerente e à natureza das tarefas para que é designado, bem como à situação económico-financeira atual e previsível da sociedade, a remuneração pode aparecer *manifestamente excessiva logo no momento da fixação*. Verificando-se os requisitos da deliberação abusiva (ou de deliberação contrária ao princípio de atuação compatível com o interesse social), é então possível *anular a deliberação* – arts. 58/1, b) (ou a)) e 59. Anulada a deliberação, normal será que a sociedade (unilateralmente) delibere reduzir a remuneração antes fixada, mais precisamente delibere fixar *nova remuneração* (inferior). Mas é também possível *seguir a via traçada no n.º 2 do art. 255*: o tribunal, a requerimento de qualquer sócio, reduzirá, em processo de inquérito judicial, a remuneração gravemente desproporcionada ao trabalho a prestar pelo gerente e/ou à situação da sociedade. As duas vias são *alternativas*, a desenhada no art. 255/2 não apaga ou elimina a da ação anulatória⁷¹.

Se não houver causa de anulabilidade da deliberação que fixa a remuneração ou, havendo, já tiver decorrido o prazo para argui-la – mantendo-se o (originário) carácter gravemente excessivo da remuneração –, ou se a (grave) desproporção entre a remuneração e as funções desempenhadas e/ou a situação económico-financeira da sociedade for *superveniente*, então a única via disponível é a do art. 255/2⁷².

(c) *Retenção excessiva de lucros*

Visando em boa medida a proteção dos sócios minoritários, dispõe o artigo 217/1 do CSC: “Salvo diferente cláusula contratual ou deliberação tomada por maioria de três quartos dos votos correspondentes ao capital

⁷⁰ V. indicações em COUTINHO DE ABREU, no *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. IV cit., p. 70.

⁷¹ Neste sentido, RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, vol. III cit., p. 71-72, ac. RP de 24.11.1997, CJ, 1997, V, p. 202; diferentemente, ac. do STJ de 24.04.1995, BMJ 446 (1995), p. 317.

⁷² Cfr. o ac. da RL de 22.02.2007, CJ, 2007, I, p. 116 (porém, a deliberação dos sócios que desrespeite o art. 255/2 será nula, não anulável – o acórdão decidiu-se pela anulabilidade).

social em assembleia geral para o efeito convocada, não pode deixar de ser distribuído aos sócios metade do lucro do exercício que, nos termos desta lei, seja distribuível”.

Por conseguinte, verificando-se pelo balanço (aprovado) que existe lucro de exercício distribuível, se o estatuto social não dispuser diferentemente (quanto à medida da distribuição, ou quanto à maioria dos votos exigida para deliberar distribuição inferior à prevista na lei) e se os sócios não deliberarem, com a citada maioria qualificada, distribuir menos de metade⁷³, então *a sociedade fica obrigada a distribuir aos sócios metade do lucro de exercício*: os sócios têm direito a essa distribuição.

Ainda assim, já se vê que continua a ser possível a retenção excessiva de lucros. Ou porque um sócio ou grupo de sócios dispõe de três quartos ou mais dos votos, ou porque dispõe de maioria de votos inferior àquela fração mas suficiente, segundo cláusula estatutária derogatória da regra legal dispositiva, para fazer aprovar proposta de distribuição de menos de metade dos lucros.

Ilustremos com um caso que passou nos tribunais portugueses⁷⁴. Uma SQ vinha conseguindo lucros de exercício consideráveis; mas, por força dos votos dos sócios maioritários, também gerentes, eles não eram distribuídos pelos sócios há um quarto de século; eram retidos em reservas várias e, em parte, investidos na empresa; os sócios gerentes recebiam remunerações anualmente atualizadas e, a partir de certo ano, “gratificações” (de legalidade duvidosa) deliberadas em assembleia; o sócio minoritário (com quota correspondente a 40% do capital social) nada recebia da sociedade.

Ora, em casos destes, não é difícil considerar *abusiva-anulável*, nos termos do art. 58/1 b), uma deliberação de retenção de lucros – é uma deliberação apropriada para satisfazer o propósito de o ou os sócios maioritários conseguirem vantagens especiais em prejuízo dos minoritários, ou conseguirem tão só prejudicar estes. Anulada a deliberação, cada sócio tem o direito de exigir, extrajudicial ou judicialmente, que a sociedade lhe entregue o respetivo quinhão na metade do lucro de exercício. E os sócios que votaram abusivamente podem ter de indemnizar os minoritários (art. 58/3).⁷⁵

⁷³ Basta maioria simples para distribuição de mais de metade do lucro.

⁷⁴ Acs. da RC de 06.03.1990 (CJ, 1990, II, p. 45) e de 02.07.1991 (CJ, 1991, IV, p. 89), ac.do STJ de 07.01.1993 CJ-ASTJ, 1993, I, p. 5).

⁷⁵ Desenvolvidamente, COUTINHO DE ABREU, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I cit., p. 677, s..

2. Abusos de minoria

Todos os sócios (ainda que em medida variável) têm deveres de lealdade para com a sociedade, isto é, deveres que impõem que cada sócio não atue de modo incompatível com o interesse social (aqui identificável como interesse comum a todos os sócios enquanto tais) ou com interesses de outros sócios relacionados com a sociedade⁷⁶.

Em geral, o dever de lealdade dos sócios é de *conteúdo negativo* (dever de omitir ou não fazer algo). Excecionalmente, em especial no chamado campo dos “abusos de minoria”, tem frequentemente *conteúdo positivo*, traduzindo-se em *dever de voto positivo*.

Suponhamos que numa sociedade por quotas é proposto um aumento do capital por novas entradas em dinheiro. A deliberação, para ser válida, tem de ser tomada “por maioria de três quartos dos votos correspondentes ao capital social ou por número ainda mais elevado de votos exigido pelo contrato de sociedade” (art. 265/1). Um ou mais sócios, com direito a 26% dos votos emissíveis, não participam na deliberação, ou abstêm-se na votação ou votam contra a proposta.

Com estes dados apenas, não podemos dizer que os sócios minoritários violaram o dever de lealdade perante a sociedade. Em geral, é lícita a recusa de apoio a uma proposta de aumento do capital. Interesses vários são atendíveis (e a exigência de maioria qualificada é também manifestação da tutela legal de legítimos interesses dos sócios minoritários).

Acrescentemos, porém, alguns dados mais. 1) O aumento do capital é *necessário* para que a sociedade sobreviva – *v. g.*, a sociedade passa conjunturalmente por graves dificuldades financeiras, para cuja superação é indispensável o aumento do capital. 2) O montante do aumento proposto é *adequado* à sobrevivência da sociedade – *v. g.*, é o suficiente para superar a crise financeira (não é de menos mas também não é de mais). Ora, nestas circunstâncias, havemos de concluir que o não apoio dos sócios minoritários à proposta de aumento do capital é abusivo, é contrário ao interesse social, é injustificável pelo simples interesse individual na manutenção das posições relativas dentro da sociedade (na eventualidade de os minoritários não poderem ou não quererem participar no aumento).

Quais as sanções para um tal abuso do direito?⁷⁷

Não haverá grandes dúvidas em defender-se que o sócio minoritário que impede abusivamente uma alteração estatutária pode ser obri-

⁷⁶ Com desenvolvimentos, COUTINHO DE ABREU (nota 10), p. 312, s..

⁷⁷ V. J. M. COUTINHO DE ABREU, “Abusos de minoria”, em IDET, *Problemas do direito das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, p. 69-70.

gado a *indemnizar* a sociedade ou (quando ela não sobreviva) os sócios maioritários. Pode também ser *excluído* da sociedade (cfr. o art. 242). Ou ser *condenado judicialmente a votar a favor* da proposta de alteração estatutária, quando isso seja ainda possível (cfr. o art. 817 do CCiv.) – *v. g.*, a sociedade subsiste e a alteração do contrato social pode ainda ser deliberada em próxima assembleia geral. Mas estas sanções revelar-se-ão muitas vezes insuficientes (a indemnização não compensa suficientemente os prejuízos ou não evita a dissolução da sociedade, a exclusão pode não ser possível por não existir já a sociedade ou não evita a dissolução, o sócio condenado a cumprir o seu dever de votar positivamente não cumpre, etc.).

Parece legítimo o recurso à “*execução específica*”.

Quando ainda seja possível tomar uma deliberação de aumento do capital (em segunda tentativa) pode o tribunal, a requerimento da sociedade, *determinar que os votos* (não emitidos pelo minoritário) *a favor da proposta sejam emitidos por outrem* – art. 828 do CCiv. (“prestação de facto fungível”). Os votos, embora sejam declarações de vontade, não devem ser considerados factos “infungíveis” – também podem ser emitidos por representantes voluntários do sócio (arts. 189/4, 249/5, 380/1) – e, para defesa do interesse social, hão de poder ser emitidos por alguém nomeado judicialmente.

E não será de arredar a aplicação do art. 830/1 do CCiv. (interpretado extensivo-teleologicamente). Pode a sociedade “obter sentença que produza os efeitos da declaração negocial do faltoso” (do sócio que não emitiu os votos a favor da proposta), sendo depois computados os correspondentes votos.

Abrem-se então três hipóteses.

- Os “votos” (chamemos-lhes assim para facilitar a comunicação) resultantes do suprimimento judicial juntam-se aos votos já emitidos pelos sócios maioritários e a (positiva) deliberação-negócio jurídico considera-se aprovada a partir do trânsito em julgado da sentença. O que supõe, já se vê, a substituição de uma deliberação negativa por uma outra positiva...
- Os “votos” resultantes do suprimimento judicial juntam-se aos votos já emitidos pelos maioritários e (a pedido da sociedade) considera-se a deliberação positiva aprovada na data da deliberação negativa (o que supõe igualmente a referida substituição...).
- Os “votos” resultantes do suprimimento judicial são depois da sentença computados em outra tomada de deliberação (unânime por escrito ou em assembleia).

3. Impasse

Em geral, a lei não lida expressamente com as situações de impasse (*deadlock*), não estabelecendo procedimentos ou salvaguardas gerais para preveni-lo ou resolvê-lo. Uma regra especial, porém, pode encontrar-se para a hipótese de haver *empate na votação* sobre aprovação de contas ou sobre atribuição de lucros (bem plausível, *v.g.*, em sociedades de casais entretanto desavindos em que cada cônjuge detenha metade do capital social): nesse caso, *qualquer sócio* poderá requerer judicialmente a convocação da assembleia, a que presidirá “uma pessoa idónea, estranha à sociedade, de preferência um revisor oficial de contas”, designada pelo juiz e a quem este “atribuirá o poder de desempatar, se voltar a verificar-se o empate” (art. 263/3)⁷⁸.

De todo o modo, outros instrumentos colocados ao dispor pela lei societária podem funcionar satisfatoriamente. Por exemplo, quando existe conduta ou série de condutas identificáveis como a origem ou causa do impasse, imputáveis ao sujeito enquanto *gerente* (e sabemos como é típica a coincidência pessoal entre *sócio* e *gerente*), tais condutas podem conduzir a inquérito judicial, com vista, designadamente, à apresentação das contas anuais em falta, à destituição por justa causa e/ou à nomeação judicial de novo gerente (v. arts. 216/2 e 292). Sendo o sujeito causador do impasse encarado na sua veste de *sócio*, ele poderá porventura ser judicialmente excluído por justa causa, nos termos acima descritos⁷⁹, em face do seu “comportamento desleal ou gravemente perturbador do funcionamento da sociedade” (art. 242). Pode ainda aceitar-se uma cláusula estatutária que elenque o comportamento causador do impasse como um dos eventos motivadores da exclusão (art. 241).

Ainda assim, a maioria dos casos será de difícil resolução, dada a dificuldade na identificação de um tal comportamento, ou pelo menos na sua plena e evidente imputação a um dos lados da barricada social entretanto erigida.

Perante tais circunstâncias, a *dissolução* poderá ser um instrumento adequado.

Com efeito, é lícita a introdução nos estatutos de causas de dissolução baseadas genericamente em “justa causa” ou “motivo justificado”, a

⁷⁸ V. ANA MARIA RODRIGUES/RUI PEREIRA DIAS, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. III, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 202-203 (comentário ao art. 263).

⁷⁹ V. *supra*, VI.

materializar-se num comportamento gravoso do sócio com consequências prejudiciais para a organização e/ou o funcionamento da sociedade⁸⁰.

Ademais, entre as causas legais de dissolução (e, portanto, mesmo na ausência de cláusulas estatutárias de dissolução), existe apoio na jurisprudência e na doutrina para uma leitura do art. 142/1 b) – “*A actividade que constitui o objecto contratual se torne de facto impossível*” – que nele veja abrangidas razões *intrassocietárias*, tais como diferendos inultrapassáveis que conduzam a uma disfuncionalidade ou paralisia social permanente e definitiva⁸¹.

Dentro deste quadro normativo – em que causas estatutárias de exclusão e de dissolução por justa causa são validamente estipuláveis, e em que a disfuncionalidade ou paralisia intrassocietária pode ser fundamento legal de dissolução –, é suscetível de ser admitida a validade de um esquema de compra ou de venda de quota previamente desenhado para situações de impasse, ainda que não expressamente regulado na lei, no pressuposto de que os eventos desencadeadores do impasse (*deadlock*) estejam detalhados ou caracterizados com o cuidado devido.

4. Resolução alternativa de litígios

A arbitragem societária vem crescendo em importância prática. A aprovação de uma nova lei de arbitragem voluntária⁸², em vigor desde inícios de 2012, procurou introduzir melhoramentos em face da lei anterior, dos anos 1980, designadamente ao expandir a arbitrabilidade⁸³ de um modo bastante favorável à certeza jurídica no que toca à questão de saber se são arbitráveis alguns dos principais litígios societários (impugnação de deliberações; responsabilidade dos administradores), ademais regulando aspetos importantes como os que dizem respeito à pluralidade de partes.

Subsistem, não obstante, algumas sombras sobre a arbitragem como meio de resolução de litígios societários: questões como o efeito de caso

⁸⁰ V. RAÚL VENTURA, *Dissolução e Liquidação de Sociedades*, Almedina, Coimbra, 1987, p. 180 s.; RICARDO COSTA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2011, p. 584 (comentário ao art. 142).

⁸¹ V. RICARDO COSTA (nota anterior), p. 588 s., com mais referências (a favor e contra), *maxime* p. 589, nt. 36.

⁸² Lei n.º 63/2011, de 14 de dezembro.

⁸³ Agora, em termos similares (entre outras) aos da lei alemã, o critério da arbitrabilidade é o da *natureza patrimonial dos interesses* a que respeita o litígio, sendo ainda válida a convenção de arbitragem quando, mesmo não sendo dessa natureza os interesses, “as partes possam celebrar transacção sobre o direito controvertido”: art. 1/1 e 2 da Lei n.º 63/2011.

julgado perante sócios não intervenientes no processo arbitral não são resolvidas pela lei, como deveriam, ainda que tenham já sido feitas sugestões razoáveis, em linha com alguma experiência alemã, no sentido de serem redigidas convenções de arbitragem muito detalhadas em ordem a prevenir a possibilidade de sócios (ou outros interessados) virem a impugnar sentenças arbitrais em matéria societária que resultem de processos em que não puderam tomar parte⁸⁴.

No que respeita a outros meios de resolução alternativa de litígios, a recente aprovação de uma nova lei de mediação⁸⁵, muito embora aí se não encontrem particularidades para o contexto jurídico-societário, merece uma breve alusão, para sublinhar-se o facto de que a “mediação civil e comercial” está hoje expressamente regulada⁸⁶ – uma novidade que poderá, eventualmente, potenciar a inclusão de cláusulas de mediação nos estatutos ou em outros acordos ligados à sociedade.

⁸⁴ Em *plaidoyer* por uma intervenção legislativa clarificadora (tal como ocorreu em Itália e, mais recentemente, em Espanha) e avançando uma proposta legislativa, v. RUI PEREIRA DIAS, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista* (nota 42), p. 291 s. (= in *Revista de Arbitragem e Mediação*, vol. 10, n.º 37, abr./jun. 2013, p. 457 s.). Para uma sugestão acerca do possível conteúdo de uma cláusula compromissória pormenorizada, v. ANTÓNIO SAMPAIO CAMELO, “Arbitragem de litígios societários”, in *Revista Internacional de Arbitragem e Conciliação*, IV (2011), p. 62 s.

⁸⁵ Lei n.º 29/2013, de 19 de abril.

⁸⁶ Em conformidade com a Diretiva 2008/52/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2008, relativa a certos aspectos da mediação em matéria civil e comercial.

RESUMO: No dia 2 de Março o DL n.º 26/2015 entrou em vigor. O diploma altera o PER e o SIREVE. As alterações não resolvem todos os problemas do Direito da insolvência português. Mais do que isso: foi desperdiçada uma boa oportunidade para conformar os instrumentos pré-insolvenciais aos requisitos mínimos estabelecidos na recente Recomendação da Comissão sobre uma nova abordagem em matéria de crise das empresas e de insolvência.

Palavras-chave: insolvência; recuperação de empresas; PER; SIREVE; direito da União Europeia.

ABSTRACT: The Decree-law No. 26/2015 entered into force on March 2, 2015. It amends the special revitalisation proceedings (PER) and the out-of-court restructuring proceedings (SIREVE). The amendments have not entirely succeeded in addressing all the problems of Portuguese insolvency law. What is more, a good opportunity to put the national pre-insolvency framework in line with the recent Commission's Recommendation on a new approach to business failure and insolvency was missed.

Keywords: insolvency; corporate restructuring; special revitalisation proceedings; out-of-court restructuring proceedings; European Union Law.

CATARINA SERRA*

Mais umas “pinceladas” na legislação pré-insolvençal – Uma avaliação geral das alterações do DL n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro, ao PER e ao SIREVE (e à luz do Direito da União Europeia)

1. Introdução

No dia 2 de Março entrou em vigor o DL n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro, que altera o Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial (SIREVE), o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE) e o Código das Sociedades Comerciais (CSC). O diploma visa, alegadamente, promover um enquadramento mais favorável à reestruturação e revitalização de empresas, ao financiamento de longo prazo da actividade produtiva e à emissão de instrumentos híbridos de capitalização.

Ao contrário do que seria expectável, é impossível considerar o DL n.º 26/2015 como uma medida de revisão da disciplina da insolvência. Além do regime do SIREVE, o diploma veio alterar apenas uma norma do

* Professora da Escola de Direito da Universidade do Minho

CIRE – o art. 17.º-F, n.º 3 –, que, não por acaso, respeita ao PER. Ora, o PER e o SIREVE constituem um regime à parte – são o essencial do que se poderia chamar o “direito pré-insolvencial” português.

Escusado será dizer que o SIREVE é um processo distinto do PER e isto, desde logo, por ser um processo de recuperação extrajudicial, como claramente se afirma – e afirmava já antes – no art. 1.º do DL n.º 178/2012, de 3 de Agosto, que regula o SIREVE. Como, porém, são mais os aspectos que os unem do que aqueles que os separam, há evidentes vantagens na eliminação de divergências que não se justifiquem¹.

A uniformização levada a cabo através da alteração do art. 17.º-F, n.º 3, do CIRE (em matéria de votação do plano) é um esforço legislativo para estabelecer uma disciplina comum ou unitária. E a redução do alcance do SIREVE, mais precisamente a sua circunscrição às situações pré-insolvenciais, também operada no diploma, representa outro importante contributo.

Mas são as alterações adequadas aos objectivos confessados do legislador português? E, por outro lado, são as alterações as mais indicadas tendo em conta as dúvidas com que se têm deparado os juristas e os outros aplicadores da lei?

Estando a atenção legislativa, como parece, definitivamente concentrada nos instrumentos tendentes a evitar a declaração de insolvência é particularmente importante avaliar a presente intervenção e, seja qual for o respectivo resultado (i.e., mesmo que ele contrarie as expectativas iniciais), esperar que a intervenção seja, a final, bem-sucedida. Só assim se tornarão irrelevantes os restantes instrumentos (destinados ao tratamento da insolvência) e se compreenderá que tenham sido definitivamente abandonados.

Por fim, mas não menos relevante, pergunta-se: estarão as alterações em linha com os últimos desenvolvimentos ocorridos no Direito da União Europeia? Se não, esta alteração terá sempre um valor limitado ou provisório, tendo-se desperdiçado uma boa oportunidade para o efeito e sendo de prever a produção de adicionais instrumentos legislativos no futuro próximo.

¹ Para uma apreciação do regime do SIREVE, na sua configuração anterior ao DL n.º 26/2015, e um breve confronto com o regime do PER cfr. JOÃO LABAREDA, “Sobre o sistema de recuperação de empresas por via extrajudicial (SIREVE) – apontamentos”, in: CATARINA SERRA (coord.), *I Congresso de Direito da Insolvência*, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 63-84.

2. O que se alterou na disciplina do PER e na disciplina do SIREVE

2.1. A alteração (única) no âmbito do PER

2.1.1. As maiorias necessárias para aprovação do plano de recuperação

Como se disse, a única norma do CIRE objecto de alteração pelo DL n.º 26/2015 é a do art. 17.º-F, n.º 3. A norma integra o regime do PER e respeita, mais precisamente, às maiorias necessárias para a aprovação do plano de recuperação

A alteração veio pôr cobro às numerosas dúvidas sobre a norma e à coexistência (e à aplicação) de uma pluralidade de interpretações.

Antes do DL n.º 26/2015, o teor do art. 17.º-F, n.º 3, era o seguinte: “[c]onsidera-se aprovado o plano de recuperação que reúna a maioria dos votos prevista no n.º 1 do artigo 212.º, sendo o quórum deliberativo calculado com base nos créditos relacionados contidos na lista de créditos a que se referem os n.ºs 3 e 4 do artigo 17.º-D, podendo o juiz computar os créditos que tenham sido impugnados se considerar que há probabilidade séria de tais créditos deverem ser reconhecidos, caso a questão ainda não se encontre decidida”.

Remetendo para a disciplina do plano de insolvência, a norma suscitava o problema de saber se o disposto no art. 212.º, n.º 1, se aplicava ao PER em toda a sua extensão, ou seja, antes de mais, a questão de saber se era ou não exigido um quórum constitutivo².

Reduz-se a discussão, para simplificar, a três teses interpretativas. Uma primeira considerava que a exigência, no quadro do plano de insolvência, de um quórum (constitutivo) de um terço da totalidade dos créditos era integralmente aplicável ao PER; o plano seria, assim, aprovado quando votassem credores que representassem, pelo menos, *um terço da totalidade dos créditos incluídos na lista de créditos* e obtivesse aprovação por *mais de dois terços dos votos emitidos*³. Uma segunda entendia que não se aplicava

² Outras dúvidas havia, por exemplo, quanto ao cálculo da maioria respeitante aos créditos subordinados e ao significado das abstenções, que também parecem ter ficado resolvidas pela alteração. Já fora da norma mas em estreita conexão com ela, punham-se ainda (e põem-se) problemas de aplicabilidade ou não ao PER das regras sobre a atribuição de direito de voto que fazem parte do regime do processo de insolvência (sobretudo os arts. 73.º e 212.º, n.º 2, do CIRE).

³ Cfr., na jurisprudência, o acórdão do TRL de 8.05.2014 (Relator: VÍTOR AMARAL), o acórdão de 14.11.2013 (Relator: ONDINA CARMO ALVES), o acórdão do TRG de 1.10.2013 (Relator: FERNANDO FERNANDES FREITAS) e o acórdão do TRE de 13.03.2014 (Relator: FRANCISCO XAVIER). Cfr., na doutrina, ANA PRATA/JORGE MORAIS CARVALHO/RUI SIMÕES, *Código da Insolvência e da*

a exigência de quórum constitutivo e que, por isso, bastava que o plano fosse aprovado por *mais de dois terços dos votos emitidos*, qualquer que fosse o montante dos créditos relativamente aos quais se exercesse o direito de voto⁴. Uma terceira, sustentando também a inaplicabilidade da exigência de quórum constitutivo, considerava, todavia, que o plano teria de ser aprovado por *mais de dois terços dos créditos incluídos na lista de créditos*⁵. Atendendo às características da votação do plano de recuperação no PER [a inexistência de uma assembleia de credores e a realização sempre por escrito da votação (cfr. art. 17.º-F, n.º 4, do CIRE)], não parecia, de facto, admissível falar-se em “quórum constitutivo” e “quórum deliberativo” (e, na realidade, nem em “votos emitidos” e “abstenções”), sendo preferível falar, respectivamente, em “mínimo de participação” e em “mínimo de votos favoráveis” ou ainda em “quórum de votação” e em “quórum de aprovação”. Existiria um “quórum de votação”, que estaria implícito no – e corresponderia ao – “quórum de aprovação” do plano.

Com a alteração a norma do art. 17.º-F, n.º 3, deixou de remeter para o disposto no art. 212.º, n.º 1, e passou a dizer: “[s]em prejuízo de o juiz poder computar no cálculo das maiorias os créditos que tenham sido impugnados se entender que há probabilidade séria de estes serem reconhecidos, considera-se aprovado o plano de recuperação que: a) Sendo votado por credores cujos créditos representem, pelo menos, um terço do

Recuperação de Empresas, Coimbra, Almedina, 2013, p. 67, NUNO SALAZAR CASANOVA/DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de revitalização – Comentários aos artigos 17.º-A a 17.º-I do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2014, p. 131, e PAULO DE TARSO DOMINGUES, “O processo especial de revitalização aplicado às sociedades comerciais”, in: CATARINA SERRA, *I Colóquio de Direito da insolvência de Santo Tirso*, Coimbra, Almedina, 2014, p. 25.

⁴ Cfr., na jurisprudência, o acórdão do TRL de 14.11.2013 (Relator: ONDINA CARMO ALVES). Cfr., na doutrina, LUÍS CARVALHO FERNANDES/JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas anotado. Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE) Anotado. Legislação Complementar*, Lisboa, Quid Juris, 2013, p. 173. Os autores recusam a exigência de um quórum constitutivo e calculam o quórum deliberativo por referência ao universo dos votos emitidos e sem incluir neste as abstenções. Esta parece ser a leitura da norma que mais favorece a aprovação do plano, sendo também a mais aplicada pelos administradores judiciais.

⁵ Cfr., na jurisprudência, o acórdão do TRL de 23.01.2014 (Relatora: MARIA JOSÉ MOURO), o acórdão do TRL de 28.03.2013 (Relator: JOÃO VAZ GOMES) e o acórdão do TRP de 16.09.2013 (Relator: MANUEL DOMINGOS FERNANDES). Parecendo poder ser reconduzidas à terceira tese mas não sendo absolutamente claro cfr. BERTHA PARENTE ESTEVES, “Da aplicação das normas relativas ao plano de insolvência ao plano de recuperação conducente à Revitalização”, in: CATARINA SERRA (coord.), *II Congresso de Direito da Insolvência*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 268 e s., e de FÁTIMA REIS SILVA, *Processo especial de revitalização – Notas práticas e jurisprudência recente*, Porto, Porto Editora, 2014, pp. 60-61.

total dos créditos relacionados com direito de voto, contidos na lista de créditos a que se referem os n.ºs 3 e 4 do artigo 17.º-D, recolha o voto favorável de mais de dois terços da totalidade dos votos emitidos e mais de metade dos votos emitidos corresponda a créditos não subordinados, não se considerando como tal as abstenções; ou b) Recolha o voto favorável de credores cujos créditos representem mais de metade da totalidade dos créditos relacionados com direito de voto, calculados de harmonia com o disposto na alínea anterior, e mais de metade destes votos corresponda a créditos não subordinados, não se considerando como tal as abstenções”.

Não existem dúvidas quanto a que a regra consagrada na nova al. a) da norma corresponde à primeira tese interpretativa⁶. Resulta agora claramente que o plano é aprovado sempre que, votando credores que representem, pelo menos, um terço da totalidade dos créditos incluídos na lista de créditos (quórum de votação, impropriamente chamado “quórum constitutivo”), existam votos favoráveis de credores que representem dois terços dos votos emitidos (primeiro quórum de aprovação, impropriamente chamado “quórum deliberativo”), sendo que mais de metade dos votos emitidos deve corresponder a créditos não subordinados (segundo quórum de aprovação).

Naturalmente, por força da referência contida na norma do art. 17.º-F, n.º 3, al. a), para o art. 17.º-D, n.ºs 3 e 4, o universo dos créditos a considerar para o quórum de votação é o que consta da lista definitiva de créditos ou, se esta ainda não estiver elaborada, da lista provisória de créditos. Neste último caso, de acordo com o proémio do art. 17.º-F, n.º 3, o juiz poderá ainda considerar créditos que tenham sido impugnados se entender que há “probabilidade séria” de virem a ser reconhecidos.

Pondo-se fim a outra discussão, fica agora também claro, em face da parte final da norma, que as abstenções não contam como votos emitidos.

⁶ Outra coisa é saber se a intenção foi a mesmo a de dissipar as dúvidas quanto à interpretação da norma e tornar visível a prevalência da primeira tese interpretativa. Se assim for, esta nova al. a) do n.º 3 do art. 17.º-F terá valor interpretativo, podendo funcionar para esclarecer os casos em que subsistam dúvidas quanto à melhor interpretação a dar à norma do n.º 3 do art. 17.º-F na sua anterior redacção. A questão não é pouco pertinente. Imagine-se que um plano foi aprovado com base numa das outras teses interpretativas (por exemplo, sem que se tenha verificado o quórum de votação) e que um dos credores impugna a decisão judicial de homologação. Deverá o juiz decidir a impugnação dando prevalência à tese consagrada na nova norma, apesar de ela não resultar claramente da norma vigente à data da aprovação do plano? O facto de a alteração ter envolvido a introdução, na al. b), de uma fórmula adicional para o cálculo das maiorias aponta uma resposta negativa, uma vez que mostra, em princípio, que o objectivo da alteração terá sido (exclusivamente) o de facilitar a aprovação do plano.

Mas esta não é a única novidade trazida pelo DL n.º 26/2015 no que respeita às maiorias exigidas para a aprovação do plano. Além do novo texto da al. a), foi introduzida na norma uma al. b), que abre uma nova possibilidade (uma possibilidade alternativa) de aprovação do plano: o plano considera-se ainda aprovado se obtiver votos favoráveis de credores cujos créditos representem mais de metade da totalidade dos créditos relacionados com direito de voto (primeiro quórum de aprovação)⁷, sendo que mais de metade destes votos deve corresponder a créditos não subordinados (segundo quórum de aprovação)⁸.

Na hipótese prevista na al. b), não há quórum de votação (ou melhor: há um quórum implícito no quórum de aprovação). Mas o quórum de aprovação é, em absoluto, mais elevado: mais de metade de todos os créditos relacionados é, em princípio, mais exigente do que mais de dois terços de, pelo menos, um terço dos créditos relacionados. Na realidade, porém, a norma tem utilidade nos casos (decerto não raros) em que, espontaneamente, participem na votação todos os credores ou credores que representem uma parte considerável dos créditos relacionados (mais do que um terço). Nestes casos, ao abrigo da al. b), para que se considere o plano aprovado são suficientes os votos favoráveis de mais de metade [em vez dos dois terços que se exigiria se estivesse exclusivamente prevista a al. a)].

Com a disponibilização destas duas vias de aplicação alternativa (consoante o que seja mais propício a considerar o plano aprovado no caso concreto), o legislador veio dar mais força ao primado da recuperação.

Como se verá, sendo o teor da norma do art. 12.º, n.º 2, do DL n.º 178/2012 (sensivelmente) igual ao da norma do art. 17.º-F, n.º 3, do CIRE⁹, o regime a que fica submetida a aprovação de planos de recuperação passa a ser o mesmo para o PER e o SIREVE. De acordo com a nota

⁷ Ambas as regras mencionadas atrás (quanto ao universo de credores relevante ser o que consta da lista definitiva de créditos ou, se esta ainda não estiver elaborada, da lista provisória de créditos e à possibilidade de computação de créditos impugnados pelo juiz) valem também aqui. Quanto à primeira porque na al. b) do n.º 3 do art. 17.º, há uma remissão, apesar de indirecta, para o art. 17.º-D, n.ºs 3 e 4 (“calculados de harmonia com o disposto na alínea anterior”). Quanto à última porque a possibilidade de computação de créditos consta do proémio da norma.

⁸ A referência às abstenções, mais precisamente à impossibilidade de considerar “como tal” as abstenções na parte final da al. b) não deve ser valorizada, uma vez que não se vê forma de lhe dar sentido no contexto da norma (os únicos votos a que a norma faz referência são os votos favoráveis). Parece tratar-se de um *lapsus calami* ou por simpatia com o disposto na al. a).

⁹ Apenas se substitui, compreensivelmente, a referência ao “total dos créditos relacionados com direito de voto, contidos na lista a que se referem os n.ºs 3 e 4 do art. 17.º-D” por “total das dívidas apuradas da empresa”.

preambular, a aproximação dos dois regimes neste ponto era, de facto, outro dos objectivos perseguidos pelo legislador.

2.2. As alterações no âmbito do SIREVE

Apesar de parecer representar uma modificação substancial do pensamento legislativo (procedendo-se, em anexo, à republicação do DL n.º 178/2012, de 3 de Agosto), existem seis grandes grupos de alterações realmente significativas: as restrições ao âmbito de aplicabilidade do SIREVE, a introdução de um processo de diagnóstico da situação da empresa, a flexibilização das maiorias necessárias para a aprovação do plano de recuperação, a introdução de instrumentos de protecção dos chamados “novos créditos”, a aproximação da posição dos garantes da posição do devedor relativamente aos credores e a qualificação do processo como confidencial.

Deve dizer-se que o alcance da nova disciplina ultrapassa os destinatários naturais (as empresas que recorrem ao SIREVE ou pretendem fazê-lo). De facto, o legislador como que aproveitou para “publicitar” ou “promover” outros serviços do IAPMEI, tendo sido introduzidas normas que se dirigem a todas as empresas, potenciais utentes destes serviços. São exemplos de tais normas os novos arts 2.º-A, 21.º-A e 21.º-B, n.º 2, do DL n.º 178/2012, dos quais se falará adiante.

2.2.1. O âmbito de aplicabilidade do SIREVE

O âmbito de aplicabilidade do SIREVE é delimitado pela nova norma do art. 2.º. Aí se encontram novidades relativamente à disciplina anterior. As alterações infligidas aos requisitos objectivo e subjectivo restringem significativamente o alcance do SIREVE ou, numa perspectiva mais optimista, convertem-no num instrumento mais *especializado*.

Em primeiro lugar, em conformidade com o novo n.º 1 do art. 2.º, o SIREVE passa a aplicar-se em exclusivo às empresas em situação económica difícil e em insolvência iminente. Eliminou-se, portanto, a possibilidade de as empresas em situação de insolvência actual recorrerem ao processo, tornando-se o SIREVE um instrumento exclusivamente pré-insolvencial.

Há razões para louvar esta alteração. Poderia, de facto, o SIREVE ser um instrumento adequado para resolver simultaneamente a pré-insolvência e a insolvência actual? Por outro lado, e como se sustentou noutra altura, a coexistência de instrumentos jurídicos com pressupostos e finalidades idênticas – a possibilidade e a necessidade de optar entre o plano de insol-

vência (por via do processo de insolvência) e o SIREVE – criava desorientação ao devedor¹⁰.

Em consonância com o novo requisito objectivo, fixa-se agora, no art. 2.º, n.º 1, um conjunto de indicadores, relativamente aos quais a empresa em situação económica difícil ou em situação de insolvência iminente deverá obter avaliação global positiva global reportada aos três exercícios completos anteriores à sua apresentação ao SIREVE (ou dois exercícios, para empresas com existência inferior a três exercícios completos)¹¹.

Em segundo lugar, e no que toca ao requisito subjectivo, a norma do n.º 5 do art. 2.º fixa uma nova noção de empresa para efeitos do SIREVE: as sociedades comerciais e os empresários em nome individual que possuam contabilidade organizada.

Com a alteração, a noção de empresa aplicável no SIREVE é autonomizada da noção consagrada para os efeitos do CIRE e contida no seu art. 5.º (para o qual antes se remetia expressamente). Trata-se, no plano substancial, de uma restrição, já que a noção do CIRE é bem mais ampla. A circunscrição dos empresários em nome individual, em particular, aos *que possuam contabilidade organizada* ficou com certeza a dever-se à introdução dos indicadores acima referidos.

¹⁰ Cfr. CATARINA SERRA, “Revitalização – A designação e o misterioso objecto designado. O processo homónimo (PER) e as suas ligações com a insolvência (situação e processo) e com o SIREVE”, in: CATARINA SERRA (COORD.), *I Congresso de Direito da Insolvência*, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 90-92.

¹¹ Os indicadores são: indicador 1 – a autonomia financeira, medida pela relação entre o valor dos capitais próprios da empresa e o valor do seu activo líquido total; indicador 2 – a relação entre os resultados antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos e o valor dos juros e gastos similares; e indicador 3 – a relação entre os resultados antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos e a dívida financeira. Nos termos do art. 2.º, n.º 2, deverá considerar-se que a empresa obtém avaliação positiva relativamente a cada indicador quando, respectivamente, se verifique existir: quanto ao indicador 1 – autonomia financeira superior a 5%; quanto ao indicador 2 – resultados antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos/juros e gastos similares superior a 1,3; quanto ao indicador 3 – dívida financeira/resultados antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos igual ou superior a 0, e inferior a 10. Estes indicadores destinar-se-ão a fornecer a informação necessária para efeitos da qualificação ou não da empresa a beneficiária legítima do SIREVE, designadamente a apurar/confirmar a situação de pré-insolvência e a susceptibilidade da sua recuperação. Nos termos do art. 2.º, n.º 3, deverá considerar-se que a empresa obtém avaliação global positiva relativamente a cada um dos indicadores quando se verifique existir cumulativamente: avaliação positiva quanto a cada um dos indicadores, pelo menos num dos exercícios considerados.

2.2.2. O diagnóstico da situação económica e financeira da empresa

O DL 26/2015 introduziu o art. 2.º-A, norma que contribui ainda, de alguma forma, para a delimitação do âmbito de aplicação do SIREVE.

Agora, só podem aceder ao SIREVE as empresas que se submetam a um prévio diagnóstico da sua situação financeira e económica através da plataforma informática disponibilizada no sítio da internet do IAPMEI, que gera informação sobre a situação económica da empresa com base nos dados fornecidos por ela (cfr. art. 2.º-A, n.ºs 1 e 2).

O mecanismo pode ainda ser utilizado, gratuitamente, por qualquer empresa que pretenda proceder a um diagnóstico da sua situação económica e financeira, sem que daí decorra qualquer obrigação de acção subsequente (cfr. art. 2.º-A, n.º 3). A possibilidade aberta na norma denota, como disse, a preocupação em disponibilizar e publicitar ferramentas que possam ser úteis a toda as empresas e contribuir para a detecção de eventuais situações de fragilidade económica e financeira.

Assegura-se, em qualquer caso, que o recurso ao processo de diagnóstico e a informação disponibilizada para esse efeito são confidenciais (cfr. art. 21.º-B, n.º 2).

2.2.3. As maiorias necessárias para a aprovação do plano de recuperação

Como se viu, os regimes de aprovação do plano do PER e do SIREVE estão agora tendencialmente uniformizados e sobre ele já se disse tudo o que, em princípio, era relevante a propósito da alteração da norma do art. 17.º-F, n.º 3, do CIRE, aplicável ao PER.

Se é verdade que o novo regime vem, de uma forma geral, facilitar a aprovação de planos de recuperação mais assim é no caso do SIREVE. Por força do novo art. 12.º, n.º 2, al. a), hoje é possível considerar o plano aprovado quando existam, na prática, votos favoráveis de credores que representem menos de vinte e cinco por cento dos créditos apurados da empresa, posto que mais de metade dos votos emitidos corresponda a créditos não subordinados. Isto em vez dos antigos cinquenta por cento que continuam a ser, contudo, nos termos da al. b), uma forma possível de aprovação do plano (posto que mais de metade dos votos favoráveis corresponda a créditos não subordinados)¹².

¹² Enquanto para efeitos do SIREVE se destaca a nova hipótese aberta na al. a) do n.º 2 do art. 12.º do DL n.º 178/2012, para efeitos do PER a grande novidade é o regime previsto

A propósito dos créditos subordinados, em particular da exigência de um “segundo quórum” de aprovação do plano, surge um problema: sendo o SIREVE um processo extrajudicial, não existe um juiz que classifique os créditos.

A única referência à intervenção de um juiz – do juiz do tribunal competente para o processo de insolvência – está (e continua a estar) contida no art. 19.º, n.º 2, e respeita à eventualidade de o plano ser aprovado por credores que representem mais de dois terços do total dos créditos relacionados pela empresa. Nesta eventualidade, o juiz do tribunal competente terá, de facto, ocasião para se pronunciar sobre a classificação dos créditos. Mas surgem logo outras questões. Só neste momento é que se verificaria se o plano foi devidamente aprovado (se o segundo quórum de aprovação foi observado)? E a classe dos créditos (se são subordinados ou não) já não importa aqui? Por outro lado, permanece a dúvida central: o que sucede na generalidade das situações?

2.2.4. A tutela dos “novos créditos”

Outro esforço claro de uniformização dos regimes do PER e do SIREVE é visível na alteração de que resultam os novos n.ºs 6 e 8 do art. 11.º.

Trata-se de reforçar a protecção prevista para os “novos créditos” (*“new money”*, *“dinero fresco”*), atribuindo protecção adicional, por um lado, às garantidas convencionadas entre a empresa e os seus credores no decurso do processo e, por outro, aos financiamentos concedidos à empresa pelos credores também no decurso do processo¹³.

Reproduziu-se no SIREVE as regras já existentes no PER. Assim, em primeiro lugar, as garantias convencionadas entre o devedor e os seus credores durante o processo, com a finalidade de proporcionar àquele os necessários meios financeiros para o desenvolvimento da sua actividade, mantêm-se mesmo que, findo o processo, venha a ser declarada, no prazo de dois anos, a insolvência do devedor, ou venha a ser por este iniciado um novo processo de reestruturação¹⁴ (cfr. art. 11.º, n.º 6). E, em segundo

na al. b) do art. 17.º-F, n.º 3, do CIRE [que é homóloga à da al. b) do n.º 2 do art. 12.º do DL n.º 178/2012].

¹³ Mantém-se a regra do n.º 7 do art. 11.º do DL n.º 178/2012, que já determinava que os negócios jurídicos celebrados no âmbito do SIREVE e “cuja finalidade [fosse] prover o devedor com meios de financiamento suficientes para viabilizar a sua recuperação” eram insusceptíveis de resolução por aplicação do art. 120.º, n.º 6, do CIRE.

¹⁴ A última hipótese não está prevista na norma homóloga do PER (cfr. art. 17.º-H, n.º 1, do CIRE). A expressão usada na norma (“processo de reestruturação”) não é mais clara.

lugar, os credores que, no decurso do processo, financiem a actividade do devedor disponibilizando-lhe capital para a sua revitalização, gozam, em caso de insolvência, de um privilégio creditório mobiliário geral, graduado antes do privilégio creditório mobiliário geral concedido aos trabalhadores (cfr. art. 11.º, n.º 8).

Sem prejuízo do mérito que merece o esforço de uniformização, são pertinentes as mesmas dúvidas apontadas no contexto do PER, entre as quais avulta a questão de saber se este regime é aplicável apenas aos credores financeiros *stricto sensu* ou aos créditos de capital ou se estende também a outros credores, que disponibilizem directamente os meios não financeiros de que a empresa também necessita para se manter em actividade durante este período, como o trabalho ou a matéria-prima¹⁵.

A terminar a análise desta matéria, deve dizer-se que, apesar do esforço de uniformização, existe um ponto (não pouco importante) em que as disciplinas continuam a divergir. Não tendo sido alterado o disposto no n.º 5 do art. 11.º, continua a prever-se expressamente, ao contrário do que acontece no PER, a possibilidade de os credores impugnarem os actos praticados pelo devedor sobre os seus bens que diminuam, frustrem, dificultem, ponham em perigo ou retardem a satisfação dos seus direitos. Configurando certas garantias (as garantias reais), eventualmente convencionadas entre o devedor e alguns credores como contrapartida da concessão de novo crédito, actos que oneram os bens do devedor e, em princípio, diminuem, frustram, dificultam, põem em perigo ou retardam a satisfação dos direitos dos restantes credores, verifica-se a hipótese prevista na norma, sendo, pois, os actos de constituição de tais garantias susceptíveis, como aí se diz, de “impugnação e invalidade, por parte dos credores prejudicados”.

2.2.5. A posição dos garantes do devedor

Eis aquela que parecer ser a alteração mais relevante do DL n.º 26/2015 – relevante tanto pelos efeitos que previsivelmente acarreta (pela positiva) no SIREVE e (pela negativa) no PER bem como pela ruptura que significa em relação à disciplina paralela do PER e sobretudo à filosofia instalada no que respeita à matéria dos direitos dos credores contra os garantes.

¹⁵ À falta de oportunidade para reproduzir aqui todas as dúvidas e a respectiva proposta de solução remete-se para CATARINA SERRA, *O regime português da insolvência* (5.ª edição, revista e actualizada à luz da Lei n.º 16/20012, de 20 de Abril, e do DL n.º 178/2012, de 3 de Agosto), Coimbra, Almedina, 2012, pp. 184-189.

É, todavia (ou por isso mesmo), com algum conforto que se comenta o novo regime.

A revisão tornou aplicáveis aos garantes alguns dos maiores benefícios da utilização do SIREVE, que eram antes privativos do devedor¹⁶. A sua extensão aos garantes modifica a posição destes sujeitos, aproximando-os do devedor sob o ponto de vista tanto dos efeitos do despacho de aceitação do requerimento de utilização do SIREVE como dos efeitos da aprovação do acordo obtido no SIREVE.

Por um lado, ao abrigo do art. 11.º, n.º 2, os garantes beneficiam agora, desde o despacho de aceitação do requerimento de utilização do SIREVE e até extinção do procedimento, do benefício denominado “*automatic stay*”, ou seja, primeiro, a proibição de instauração, contra eles e relativamente às operações garantidas, de quaisquer acções executivas para pagamento de quantia certa ou outras acções destinadas a exigir o cumprimento de obrigações pecuniárias e, segundo, a suspensão automática das acções do mesmo tipo que se encontrem pendentes à data da prolação do referido despacho. Por outro lado, ao abrigo do art. 13.º, n.º 1, beneficiam ainda do efeito extintivo automático que advém da aprovação do plano de recuperação, salvo quando o mesmo preveja a manutenção da respectiva suspensão. Extinguem-se, assim, automaticamente as acções executivas para pagamento de quantia certa instauradas contra os garantes relativamente às operações garantidas, mantendo-se embora suspensas, por prejudicialidade, e salvo transacção, as acções destinadas a exigir o cumprimento de acções pecuniárias instauradas¹⁷.

¹⁶ No domínio de aplicação do SIREVE e de acordo com a nova norma do art. 3.º, n.º 7, garantes da empresa são todas as pessoas singulares ou colectivas que tenham prestado garantias pessoais ou reais, destinadas a assegurar o cumprimento das obrigações da empresa.

¹⁷ É de notar que o efeito não atinge (continua a não atingir) indiscriminadamente todas as acções, ou seja, não atinge as acções de todos os credores. O efeito impeditivo e o efeito suspensivo do despacho de aceitação cessam no que respeita às acções a instaurar ou instauradas pela Fazenda Pública e pela Segurança Social a partir da data em que manifestem, fundadamente, indisponibilidade para celebrar acordo com a empresa e no que respeita às acções a instaurar ou instauradas pelos credores que comuniquem ao IAPMEI que não pretendem participar no SIREVE [cfr. art. 11.º, n.º 3, als. a) e b)]. Tão-pouco se produz o efeito extintivo no que respeita às acções instauradas por credores que não subscreveram o plano (cfr. art. 13.º, n.º 2). Como se vê, salvaguarda-se no SIREVE, ao contrário do que sucede no PER, a posição dos credores que não subscreveram o plano, seja por não terem de todo participado no SIREVE (note-se, contudo, o disposto no art. 8.º, n.º 1), seja por não terem votado favoravelmente o plano, e tenham ou não sido relacionados como credores: ao não se determinar a extinção, permite-se (ou, pelo menos, não se inviabiliza) a prossecução, no futuro, destas acções. Neste contexto, há que distinguir, uma vez que a

A equiparação dos garantidos ao devedor parece ser uma equiparação limitada, pensada para funcionar no estrito campo dos efeitos processuais, isto é, regulando os efeitos da abertura do processo sobre as acções dos credores contra os garantidos.

Por nós, o legislador teria, efectivamente, ido mais longe, teria chegado à extensão aos garantidos das (de algumas das) modificações aos créditos contempladas no plano de recuperação, e esta é a razão do nosso conforto na realização do comentário a esta alteração.

Sustenta-se, mais precisamente, que a norma do art. 217.º, n.º 4, do CIRE é aplicável aos processos pré-insolvenciais, nomeadamente ao PER¹⁸, e que ela é insusceptível de interpretações “generalizadoras”, consentindo, de facto, que *algumas* modificações previstas para os créditos (as que não afectem a existência nem o montante do crédito) sejam, *a silentio*, extensíveis às respectivas garantias¹⁹.

Isto com duas advertências. Em primeiro lugar, que o contexto em causa é – *e só nele faz sentido o raciocínio* – o da recuperação, ou seja, um contexto em que se pressupõe que o devedor recuperará, em prazo delimitado e mediante programa pré-definido, a sua capacidade para satisfazer os direitos dos credores. Aí – e só aí – se compreende – que se retire à

lei lhes dispensa tratamento diferente, as acções executivas para pagamento de quantias (cujo destino, após a celebração do acordo, é, em princípio, a extinção) e as acções destinadas a exigir o cumprimento de obrigações pecuniárias (que, em princípio, se mantêm suspensas, por prejudicialidade).

¹⁸ A discussão começa, com efeito, no âmbito do plano de insolvência. Cfr., sobre a questão, CATARINA SERRA, “Nótula sobre o art. 217.º, n.º 4, do CIRE (o direito de o credor agir contra o avalista no contexto de plano de insolvência)”, in: *Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes* – volume I, Universidade Católica, 2011, pp. 377 e s. Entretanto, foi proferido o acórdão uniformizador de jurisprudência de 11.12.2012 (Relator: GABRIEL CATARINO) onde se afirmava que existia independência entre o aval e a obrigação avalizada (tendo o aval sido prestado de forma irrestrita e ilimitada, não é admissível a sua denúncia por parte do avalista, sócio de uma sociedade a favor de quem aquele foi prestado, em contrato em que a mesma é interessada). Quase de imediato a jurisprudência conformou a tese ao plano de insolvência, afirmando que as medidas quanto aos créditos previstas no plano de insolvência (nomeadamente a moratória) e de que beneficie o devedor não são invocáveis pelos garantidos contra quem seja instaurada a execução para o seu pagamento. Cfr., na jurisprudência do STJ, os acórdãos de 26.02.2013 (Relator: AZEVEDO RAMOS) e de 30.10.2014 (Relator: SILVA GONÇALVES). A partir de 2012, a tese foi estendida, claro, ao plano de recuperação do PER.

¹⁹ Sustentando uma leitura diferente para o art. 217.º, n.º 4, do CIRE – a de que não há motivo para distinguir a extinção e a redução das outras modificações possíveis dos créditos – cfr. LUIÍS CARVALHO FERNANDES/JOÃO LABAREDA, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas anotado. Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE) Anotado. Legislação Complementar*, cit., p. 839.

função-garantia o valor absoluto que lhe é normalmente reconhecido. Em segundo lugar, que a extensão destas modificações depende, em qualquer caso, da garantia pessoal em causa, propendendo-se, contudo, para a sua admissibilidade no caso da fiança e no caso da garantia pessoal aparentemente mais discutida na jurisprudência, ou seja, o aval²⁰.

Não faltariam (outros) argumentos para uma solução deste tipo. Sem menosprezar o facto de a solução contrária deixar os garantes numa insustentável posição de fragilidade perante os credores do devedor, pense-se nos resultados perversos, ao nível tanto da negociação como da votação do plano, a que conduz a possibilidade de os credores substituírem o sujeito que ocupa a posição de responsável. Com que seriedade negociam e votam os credores garantidos o plano sabendo que podem dar-se ao luxo de, a qualquer momento, se desinteressar do plano e realizar o seu crédito mais eficazmente à custa do garante? Efectivamente, nada justifica que os credores garantidos se sujeitem às limitações e à aleatoriedade de um plano quando lhes é possível obter por outra via satisfação irrestrita. Apesar disso, continuam a poder votar o plano, sendo concebível que o seu voto seja decisivo para a aprovação do plano ou, na pior das hipóteses, que os responsáveis pela aprovação sejam credores que não ficam, na prática, sujeitos ao plano. Numa palavra: esta solução desvirtua as regras de aprovação e favorece a ocorrência de casos de *venire contra factum proprium*.

Contra a extensão tem sido sustentado que os garantes (principalmente os fiadores e avalistas) não estão sob a tutela do plano e, por isso, o plano não tem aptidão para regular nem para modificar a relação entre

²⁰ É favorável à extensão, desde logo, o disposto no art. 32.º, I, da Lei Uniforme das Letras e Livranças, onde se dispõe que o dador de aval é responsável da mesma maneira que a pessoa por ele afiançada. Mais complicada será a extensão no caso das garantias autónomas. A característica da autonomia implica que são inoponíveis pelo garante ao beneficiário da garantia as excepções derivadas tanto da sua relação com o devedor garantido (relação interna), como da relação entre o devedor garantido e o beneficiário (relação principal ou relação-base). A medida da obrigação de pagamento determina-se, assim, exclusivamente em função dos termos do contrato (autónomo) de garantia e não do contrato principal e o pedido de pagamento por parte do beneficiário corta em definitivo a última possibilidade de associar a garantia à relação entre este e o devedor garantido. O garante não pode recusar-se a pagar alegando, por exemplo, que a obrigação garantida é nula por vício substancial ou de forma, que o devedor garantido invocou perante o credor a compensação ou que ao devedor garantido assiste um direito de retenção contra o credor. Em suma, as vicissitudes da relação principal ou relação-base não se repercutem – repete-se – na relação de garantia. Face a isto, é difícil admitir que o garante possa beneficiar das modificações sofridas pelo crédito por força do plano de recuperação.

os credores e os garantantes²¹. Mas, em face da alteração do DL 26/2015, este argumento é agora *essencialmente* atingido. A medida adoptada tem a virtualidade de elevar os garantantes à condição de destinatários de um mínimo de tutela: pelo menos no que respeita ao SIREVE, a abertura do processo de recuperação do devedor tem um efeito protector também dos garantantes. Ela rompe, portanto, com o argumento central daquela que parecia ser uma posição inabalável da jurisprudência portuguesa²², concedendo algum conforto aos “não-alinhados”²³.

Abandonando esta discussão e limitando os efeitos da norma ao estrito campo dos efeitos processuais, é possível atribuir à norma ainda um outro significado, retirando-se dela um argumento (sistemático) para a leitura da disciplina correspondente do PER. Está em causa a interpretação do art. 17.º-E, n.º 1, do CIRE, ou seja, a questão dos efeitos do despacho de abertura do PER sobre acções dos credores contra o garante. Estendem-se os efeitos previstos no preceito (a proibição de propositura de certas acções contra o devedor e a suspensão das que estejam em curso) ao garante? A jurisprudência tem decidido que não²⁴. Mas a partir de agora não haverá

²¹ Genericamente neste sentido, referindo-se ao fiador e ao banco garante no caso das garantias bancárias autónomas, cfr. NUNO SALAZAR CASANOVA/DAVID SEQUEIRA DINIS, *O processo especial de revitalização – Comentários aos artigos 17.º-A a 17.º-I do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*, cit., pp. 60 e s. Cfr. ainda, na jurisprudência, por exemplo, o acórdão TRE de 29.01.2015 (Relator: SILVA RATO).

²² A jurisprudência portuguesa tem-se pronunciado, sistematicamente, no sentido da inadmissibilidade tanto da previsão, no plano de recuperação, de modificações às garantias como da extensão às garantias das modificações previstas quanto ao crédito garantido. Só no âmbito do PER cfr., entre outros, o acórdão do TRL de 19.09.2013 (Relator: ILÍDIO SACARRÃO MARTINS), o acórdão do TRP de 2.06.2014 (Relator: AUGUSTO DE CARVALHO), o acórdão do TRP de 9.07.2014 (Relator: JOSÉ AMARAL), o acórdão do TRP de 16.09.2014 (Relator: M. PINTO DOS SANTOS), o acórdão do TRP de 7.10.2014 (Relator: JOSÉ IGREJA MATOS), o acórdão do TRP de 25.11.2014 (Relator: JOSÉ CARVALHO), o acórdão do TRC de 3.06.2014 (Relatora: ANABELA LUNA DE CARVALHO), o acórdão do TRC de 3.06.2014 (Relatora: CATARINA GONÇALVES), o acórdão do TRG de 5.12.2013 (Relator: HELENA MELO), o acórdão do TRG de 10.12.2013 (Relator: ANTÓNIO BEÇA PEREIRA), o acórdão do TRG de 17.12.2013 (Relator: EDGAR GOUVEIA VALENTE), o acórdão TRE de 13.08.2013 (Relator: CANELAS BRÁS) e o acórdão TRE de 29.01.2015 (Relator: SILVA RATO). O entendimento é aceite sem grande contestação pela maioria dos advogados. Cfr., para um exemplo, ANA RAQUEL RIBEIRO/GONÇALO DELICADO, “Posição dos avalistas em Processo Especial de Revitalização”, in: *Ab Instantia – Revista do Instituto do conhecimento*, 2013, n.º 2, pp. 273 e s.

²³ A comprovar que, felizmente, não existe na jurisprudência uma convergência absoluta para aquele entendimento, cfr. o acórdão do TRG de 8.01.2015 (Relator: ANA CRISTINA DUARTE) e o acórdão do TRE de 13.03.2014 (Relator: FRANCISCO XAVIER).

²⁴ Cfr. o acórdão do TRC de 3.06.2014 (Relatora: CATARINA GONÇALVES), o acórdão do TRG de 17.12.2013 (Relator: EDGAR GOUVEIA VALENTE), o acórdão do TRE de 25.09.2015 (Relator: MATA RIBEIRO) e o acórdão do TRE de 23.10.2014 (Relator: PAULO AMARAL).

argumentos para inflectir esta posição? O movimento de uniformização da disciplina da pré-insolvência apontaria, desde logo, para uma resposta afirmativa. Por outro lado, a nova disciplina veio demonstrar não só que os processos pré-insolvenciais são aptos a/vocacionados para tutelar directamente os interesses dos garantes como que é desejável que tal tutela se concretize.

Por fim, e relativamente aos efeitos práticos da alteração, é de prever que a protecção concedida aos garantes tenha um impacto considerável no número de casos em que os empresários recorrem ao SIREVE. Ela pode, inclusivamente, vir a ditar a gradual preterição do PER em favor daquele. Como na grande maioria das situações os garantes do devedor são os sócios (ou os sócios-gerentes) e a opção pelo instrumento de recuperação depende deles, é muito natural que o instrumento eleito seja aquele que, dando à empresa uma oportunidade para a recuperação, lhes concede simultaneamente uma protecção alargada contra os credores.

2.2.6. O carácter confidencial do SIREVE

O DL 26/2015 introduziu ainda mais duas normas: o art. 21.º-A e o art. 21.º-B.

A primeira é como que autónoma em relação ao SIREVE e convida as empresas – quaisquer empresas, que pretendam submeter-se ou não ao SIREVE – a consultar os documentos disponibilizados e a obter informação personalizada junto do IAPMEI.

A segunda vem qualificar o SIREVE como um processo eminentemente confidencial. Assim, com excepção de algumas comunicações (cfr. arts. 8.º e 11.º) e dos dados com relevância estatística (cfr. art. 21.º), o recurso ao SIREVE é confidencial.

As vantagens imediatas da confidencialidade do processo são óbvias²⁵. Mas terão sido estas vantagens a única motivação do legislador?

²⁵ Vários são os países que dispõem de processos confidenciais desde há tempo. Tome-se como exemplo a França, em que se configuram como confidenciais o *mandat ad hoc* e a *procédure de conciliation*. Trata-se de processos informais em que nenhum credor pode ser obrigado a participar e em que o devedor mantém os poderes de administração dos seus bens. As negociações têm por base a liberdade contratual, o que implica que só são afectados pelo acordo os credores que derem o seu consentimento. São orientadas por um órgão (*mandataire ad hoc* ou *conciliator*) que ajuda o devedor a conseguir um acordo por meio do qual as dívidas sejam reduzidas ou recalendarizadas. A *procédure de conciliation* pode, contudo, tornar-se pública se o devedor necessitar de pedir uma aprovação judicial para que os financiamentos que lhe são concedidos durante esse período beneficiem de

A discussão gerada no contexto da revisão do Regulamento europeu sobre insolvência transfronteiriça (devida à vontade em estender a aplicabilidade do Regulamento ao maior número de processos) colocou em primeiro plano a questão da qualificação dos processos como confidenciais, despertando a atenção dos legisladores nacionais para a matéria e criando uma oportunidade privilegiada para uma tomada de posição à luz da disciplina previsível do Regulamento.

Depois de um debate aceso sobre a inclusão ou não dos processos confidenciais no âmbito do Regulamento²⁶ (e do ensaio de regras para a inclusão em alguns documentos de trabalho), diz-se claramente na Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho para alteração do Regulamento do Conselho (CE) n.º 1346/2000, de 12 de Dezembro de 2012²⁷, que os processos confidenciais não estão abrangidos pelo Regulamento, atendendo a que a sua natureza confidencial impossibilita os credores e os tribunais situados em Estados-membros diferentes de tomarem conhecimento da abertura do processo e dificulta o reconhe-

privilégio em eventual processo de insolvência (depois da aprovação, a decisão judicial torna-se pública e é objecto de registo, podendo qualquer interessado aceder a ela). Apesar de tal publicidade, os termos e as condições do acordo permanecem confidenciais e só são conhecidos das partes.

²⁶ Por um lado, a sujeição dos processos confidenciais, sem mais, ao Regulamento poria em causa a sua confidencialidade. Por outro lado, mesmo que se determinasse que a sujeição ficava dependente da (eventual) publicidade dos processos nos termos da legislação do Estado de abertura do processo (condicionada ao momento em que eles se tornam públicos), ela implicaria que os processos produzissem efeitos relativamente aos credores estrangeiros. Ora, estes não têm oportunidade de participar. Entendeu-se, por isso, a certa altura, que era preciso, simultaneamente, limitar o momento a partir do qual o Regulamento era aplicável e proteger os sujeitos não participantes. Neste sentido, considerou-se a possibilidade de subordinar a aplicação a duas condições: o regulamento aplicar-se-ia aos processos confidenciais apenas a partir do momento em que se tornassem públicos, nos termos da legislação do Estado-Membro de abertura do processo, e desde que não afectassem os direitos dos credores que não participaram nesses processos. A verdade é que nem estas limitações resolveriam todos os problemas. Que processos nacionais, de facto, é que não afectam, pelo menos indirectamente, os direitos de credores não participantes? Todos os planos de recuperação implicam alterações à situação económica e financeira do devedor e normalmente diminuem a garantia patrimonial dos credores não signatários. É justamente para produzirem efeitos universais (sobre todos os credores) que alguns processos, confidenciais por natureza, se tornam públicos.

²⁷ O texto desta Proposta está disponível, em português, em http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com%282012%290744_/com_com%282012%290744_pt.pdf.

cimento dos seus efeitos no espaço da União Europeia (cfr. Considerando 12)²⁸.

O SIREVE terá, com certeza, as vantagens naturais que se associam à confidencialidade dos processos mas, a manter-se esta regra na versão definitiva do Regulamento, como processo confidencial (não público²⁹) que é, ficará excluído da aplicação do Regulamento e não beneficiará de reconhecimento automático fora de Portugal.

2.2.7. Outras alterações

Para lá do que fica dito, são ainda dignas de nota duas alterações aportadas ao regime do SIREVE pelo DL n.º 26/2015.

Em primeiro lugar, a admissão expressa da possibilidade de a empresa desistir do procedimento iniciado ao abrigo do SIREVE [cfr. art. 16.º, n.º 2, al. c)], impedindo-se, no entanto, a empresa desistente de recorrer ao SIREVE pelo prazo de dois anos (cfr. art. 17.º). Em segundo lugar, a extensão do impedimento de utilização do SIREVE às empresas que, nos dois anos anteriores ao início do procedimento, tenham incumprido os termos do plano de recuperação aprovado no âmbito do PER [cfr. art. 18.º, al. d)]. Note-se que, na versão anterior da norma, apenas estavam abrangidas as situações de encerramento do PER sem aprovação de plano.

Lançando agora um olhar sobre as revogações operadas pelo DL n.º 26/2015, verifica-se que estas atingiram a norma do art. 7.º³⁰. A revogação

²⁸ O que é repetido na última versão conhecida da Proposta (conhecida como “recast”), resultante do acordo político obtido no Conselho de Ministros da Justiça e dos Assuntos Internos de 5 de Dezembro de 2014, de 20 de Novembro de 2014. O texto desta Proposta está só disponível, em inglês, em <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%2015414%202014%20ADD%201>.

²⁹ A referência visa estabelecer uma remissão para a proposta de redacção do art. 1.º, n.º 1, do Regulamento segundo o *recast*, que circunscreve a aplicabilidade do Regulamento aos processos *públicos*.

³⁰ As revogações atingiram, além disso, as normas do art. 5.º, da subal. ii) da al. a) do n.º 1 do art. 6.º e do n.º 2 do art. 9.º. A revogação do art. 5.º é fácil de explicar: sendo o SIREVE um processo exclusivamente pré-insolvencial não faria sentido uma norma sobre a suspensão do prazo para a apresentação à insolvência (quando recorre ao SIREVE a empresa não está – não pode estar – insolvente). Também é fácil de explicar a revogação da subal. ii) da al. a) do n.º 1 do art. 6.º [a causa de recusa do requerimento aí regulada passa a estar abrangida pelo disposto na subal. i)]. Quanto ao art. 9.º, n.º 2 (sobre a constituição da Fazenda Pública e da Segurança Nacional no dever de reunirem antes de tomarem posição quanto à participação no plano), não se vê razão evidente (embora muitas sejam conjecturáveis) para a revogação mas tão-pouco se vê obstáculo.

não pode ser dissociada da supressão do texto do n.º 5 do art. 3.º (a sua substituição por texto sobre matéria diversa).

O art. 7.º dispunha sobre o dever de realização de um juízo técnico por parte do IAPMEI. O juízo consistia na análise da viabilidade da empresa e da adequação do acordo pretendido à sua viabilização. Terá sido pela parte relativa à viabilidade da empresa que se eliminou a norma? A ser assim, o problema podia ter sido resolvido com uma solução menos drástica. Seja como for, o certo é que com a sua eliminação deixa de haver a garantia de que o plano aprovado é objectivamente um *bom* plano de recuperação. A partir deste momento, o SIREVE está, como o PER, destituído de mecanismos que permitam exigir e controlar a exequibilidade ou viabilidade e a adequação do plano, seja em absoluto seja em concreto. O que, tendo em conta que a recuperação é um esforço não pouco dispendioso em termos de tempo e dinheiro, não pode considerar-se uma evolução positiva.

Retoma-se a crítica quando se apreciar, de seguida, a intervenção legislativa face ao Direito da União Europeia. Para não antecipar muito diz-se só que existem razões para entender que a uniformização dos regimes do PER e do SIREVE nem sempre se fez pela melhor bitola.

3. As novas tendências do Direito da União Europeia

Põe-se agora a última pergunta: estarão as alterações em linha com os últimos desenvolvimentos ocorridos no Direito da União Europeia?

Por mais que a indagação se queira breve e se limite, por esse motivo, desde logo o quadro do Direito da União Europeia ao último documento conhecido da Comissão³¹, este é um percurso que não pode deixar de

³¹ Para alguns exemplos, além dos trabalhos de revisão do Regulamento sobre insolvência transfronteiriça: a Resolução do Parlamento Europeu, de 15 de Novembro de 2011, que contém recomendações à Comissão sobre os processos de insolvência no contexto do direito das sociedades da EU; a Comunicação da Comissão sobre o Acto para o Mercado Único II – “Juntos para um novo crescimento”, de 3 de Outubro de 2012; a Comunicação da Comissão intitulada “Uma nova abordagem europeia da falência e insolvência das empresas”, de 12 de Dezembro de 2012; e a Comunicação da Comissão intitulada “Plano de Acção Empreendedorismo 2020”, de 9 de Janeiro de 2013. Refira-se ainda o trabalho desenvolvido, paralelamente, sobre a harmonização do Direito da insolvência ao nível europeu, pela INSOL Europe e apresentado em Março de 2011: A.M. Pukszto, “Harmonisation of insolvency law at EU level with respect to opening of proceedings, claims filing and verification and reorganisation plans”, pp-1-16 (disponível em: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2011/432766/IPOL-JURI_NT%282011%29432766_EN.pdf). Para uma visão dos desenvolvimentos mais recentes e o enquadramento da Recomendação nesse contexto cfr., por todos, BOB WESSELS, “Busi-

ser feito atendendo à crescente importância que têm os instrumentos da União Europeia para os direitos dos Estados-membros em muitas áreas e, em particular, na área da insolvência (na promoção de uma “*rescue culture*”)³².

3.1. A Recomendação da Comissão em matéria de insolvência. Objectivos e conteúdo

Apesar de ter passado despercebido a muitos em Portugal, no dia 12 de Março de 2014, a Comissão apresentou uma recomendação em matéria de insolvência – a Recomendação C(2014) 1500 final, sobre uma nova abordagem em matéria de falência e de insolvência das empresas³³ ou, na versão em língua inglesa, mais adequadamente, “*on a new approach to business failure and insolvency*”³⁴. Apesar de ter passado despercebida, a Recomendação não é pouco importante.

De acordo com o seu texto, a Recomendação persegue fundamentalmente dois objectivos. Em primeiro lugar, assegurar que as empresas viáveis com dificuldades financeiras têm acesso a legislação nacional em matéria de insolvência que lhes permita reestruturar-se numa fase precoce com vista a evitar a sua insolvência e, assim, maximizar o valor total para os credores, empregados, proprietários e a economia em geral e, em segundo lugar, dar uma segunda oportunidade, em toda a União, aos empresários honestos em situação de insolvência (cfr. considerando 1). As atenções parecem, assim, concentrar-se nas empresas, seja as exercidas

ness Rescue in Insolvency Law – Setting the Scene”, European Law Institute Projects Conference, Thursday 25 September 2014, Zagreb, Croatia pp. 1-19 (disponível em https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user_upload/p_eli/General_Assembly/2014/Business_Rescue_in_Insolvency_Law___Setting_the_Scene.pdf).

³² Sobre o papel da “*rescue culture*” nas legislações dos países europeus cfr. CATHERINE BRIDGE, “Insolvency – a second chance? Why do modern insolvency laws seek to promote business rescue?”, in: *Law in transition*, 2013, pp. 28-41 (disponível em <http://www.ebrd.com/downloads/research/law/lit13ee.pdf>).

³³ A Recomendação está disponível (em português) em http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_pt.pdf e (em inglês) em http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_en.pdf.

³⁴ Do título português consta a palavra “falência”. Ora, esta não parece ser a melhor correspondência para a expressão inglesa “*business failure*”. O termo “falência”, por outro lado, não tem já um uso significativo na linguagem jurídica. Isto para não dizer que, pelo menos desde 2004 (altura da publicação do CIRE), foi manifesta a intenção do legislador português em abandoná-la e substituí-la pela palavra “insolvência”. A despeito disto, além da referência contida no título, existem outras em vários pontos da Recomendação.

por pessoas jurídicas (sociedades, por excelência), seja as exercidas por pessoas singulares³⁵. O fim último – um fim constante e comum a muitas iniciativas europeias – é a convergência das legislações nacionais em matéria de insolvência (cfr. considerando 11), ou, pelo menos, a redução das divergências, consideradas obstáculos ao funcionamento do mercado interno (cfr. recomendação 1.1).

No que respeita ao conteúdo, o essencial da Recomendação é a previsão de “normas mínimas em matéria de enquadramentos em matéria de reestruturação preventiva bem como quitação das dívidas dos empresários em situação de falência” [cfr. recomendação 1.3 (a)]³⁶. Por outras palavras, e mais simplesmente, a Recomendação fixa padrões ou requisitos mínimos para a disciplina dos instrumentos pré-insolvenciais e de exoneração dos empresários em nome individual e convida os Estados-membros a acolhê-los nas legislações nacionais.

Os requisitos mínimos têm por base determinados princípios que são aplicáveis às pessoas humanas ou jurídicas em situação de pré-insolvência e podem ser agrupados em seis categorias: intervenção atempada (*early recourse*) [cfr. recomendação 6 (a)], ambiente extrajudicial ou intervenção mínima do tribunal (*minimised court involvement*) [cfr. recomendações 7 e 8], manutenção do devedor à frente da empresa (*debtor in possession*) [cfr. recomendação 6 (b)], suspensão temporária das acções individuais dos credores (*court ordered stay*) (cfr. recomendações 10, 11, 12, 13, e 14), possibilidade de extensão dos efeitos do plano aos credores oponentes (*ability to bind dissenting creditors to a restructuring plan*) [cfr. recomendações 6 (d), 16, 20, 21 e 26], e protecção dos créditos concedidos no período de reestruturação, ou seja, dos chamados “novos créditos” (*protection of new finance*) [cfr. recomendações 6 (e), 27, 28 e 29]³⁷⁻³⁸.

³⁵ Isto apesar de, a final, o teor das recomendações quanto às pessoas singulares desmentir que se vise exclusivamente a tutela de pessoas titulares de empresas/empresários.

³⁶ Na versão em língua inglesa: “*minimum standards on preventive restructuring frameworks and discharge of debts of bankrupt entrepreneurs*”. Mais uma vez aqui a versão em língua portuguesa não parece a mais feliz, sendo, além do mais, susceptível de induzir em erros de interpretação. Considera-se, por isso, preferível, a partir de agora, uma vez partilhadas e bem ilustradas as razões, referir o texto apenas à versão em língua inglesa.

³⁷ Seguiu-se aqui a classificação proposta por KRISTIN VAN ZWIETEN [“*Restructuring law: recommendations from the European Commission*”, in: *Law in Transition online* (EBRD publication), 2015, pp. 1-9 (disponível em <http://www.ebrd.com/downloads/research/law/lit114e.pdf>)].

³⁸ Os requisitos são tratados com desenvolvimento na parte central da Recomendação. No que respeita aos instrumentos pré-insolvenciais (única parte da Recomendação relevante para as empresas), eles são regulados em quatro secções: (A) Disponibilidade de um quadro de instrumentos pré-insolvenciais; (B) Facilitar as negociações do plano de recupera-

3.2. A Recomendação da Comissão em matéria de insolvência. Significado geral

É manifesto que a Recomendação está em harmonia com a Proposta de alteração do Regulamento europeu sobre insolvência transfronteiriça, que estende o alcance do Regulamento aos processos pré-insolvenciais e aos processos extrajudiciais e híbridos³⁹. No entanto, ao contrário do Regulamento, que, mesmo depois da alteração, não vai muito para além da harmonização das questões processuais (sobretudo tribunal competente para abrir os processos, lei aplicável, reconhecimento e execução de sentenças), a Recomendação visa a confluência das legislações nacionais para determinadas normas (mínimas). Põe-se a hipótese de a Recomendação ser, de facto, um primeiro esforço claro para a tão ambicionada harmonização substantiva da matéria da insolvência (ou de parte dela)⁴⁰. Mas terá ela força suficiente ou relevante? Afinal, qual é o valor da Recomendação?

Como qualquer documento deste tipo, a Recomendação não tem, em rigor, força vinculativa, não obrigando os Estados-membros a adoptar as medidas previstas. Nem sempre, porém – e cada vez menos –, os instrumentos não vinculativos são absolutamente destituídos de valor. Uma recomendação representa sempre a fixação de uma tendência – o ponto para onde previsivelmente a maioria das legislações nacionais há-de eventualmente convergir. Isto é particularmente verdadeiro no que toca à matéria da recuperação. Pese embora o fenómeno da harmonização soar sempre a coisa nova, o certo que a maioria dos Estados-membros já segue modelos comuns para a reforma das legislações nacionais⁴¹.

ção (contendo uma secção sobre a designação de um mediador ou supervisor e outra sobre a suspensão das acções executivas individuais e a suspensão do processo de insolvência); (C) Plano de recuperação (contendo uma secção sobre o conteúdo do plano, uma secção sobre a adopção do plano pelos credores, uma secção sobre os direitos dos credores e uma última sobre os efeitos do plano); e (D) Tutela dos novos financiamentos.

³⁹ Cfr. CATARINA SERRA, “Insolvência transfronteiriça – Comentários à Proposta de alteração do Regulamento europeu relativo aos processos de insolvência, com especial consideração do Direito português”, in: *Direito das Sociedades em Revista*, 2013, vol. 10, pp. 97 e s., e, mais detalhadamente, “‘Abrindo’ o Regulamento europeu sobre insolvência transfronteiriça – Algumas questões sobre o âmbito de aplicação do Regulamento na perspectiva do Direito português”, in: *Para Jorge Leite – Escritos Jurídicos*, volume II, Coimbra, Coimbra Editora, 2014, pp. 729 e s.

⁴⁰ Sobre a harmonização do direito da insolvência cfr., por exemplo, IAN F. FLETCHER/BOB WESSELS, “Perspectives on harmonisation of insolvency law in Europe”, pp. 1-24 (disponível em http://bobwessels.nl/wordpress/?attachment_id=2409).

⁴¹ Cfr., neste sentido, BOB WESSELS, ob. cit., p. 10.

Esta não é, de resto, uma recomendação igual às outras⁴². O convite contido na Recomendação está delimitado temporalmente: os Estados-membros são convidados a adoptar medidas em aplicação da Recomendação até doze meses a contar da publicação da Recomendação (período que termina, justamente, em Março de 2015) e, além disso, a recolher estatísticas anuais fiáveis sobre vários elementos dos processos pré-insolvenciais e comunicar essas informações anualmente à Comissão (cfr. recomendações 35 e 36). Depois, existe o anúncio de que a Comissão avaliará a adopção destas medidas quando se completarem dezoito meses desde a data da Recomendação (portanto, em Setembro de 2015) (cfr. recomendação 37). O anúncio deste controlo representa uma pressão sobre os legisladores nacionais que não é insignificante.

Estes e outros traços são reveladores do grau de determinação da Comissão. É previsível, aliás, que a Comissão dê continuidade ao esforço de harmonização através de mecanismos menos suaves, já se especulando sobre a iminência de uma Directiva sobre a matéria (embora, de acordo com as previsões dos especialistas, nunca antes de 2017)⁴³.

3.2. O (limitado) alcance do DL n.º 26/2015 à luz da Recomendação

Depois de analisar o DL n.º 26/2015, é razoável ficar convencido de que o legislador não teve a intenção de conformar a legislação portuguesa à Recomendação. Não obstante os requisitos mínimos estarem formalmente preenchidos, algumas das recomendações não encontram acolhimento na alteração legislativa. Assim, por mais que, à primeira vista, e atendendo às intersecções entre o diploma português e a Recomendação, seja tentador qualificar a iniciativa como uma iniciativa legislativa “ilustrada”, é conjecturável que tudo não passe de mera coincidência.

Entre as deficiências ou lacunas da disciplina da pré-insolvência destacam-se duas, que atingem tanto a disciplina do PER como do SIREVE. Em primeiro lugar, continua a não existir uma divisão dos credores em classes. Em segundo lugar, o plano de recuperação continua, no PER, a não estar

⁴² Levando STEPHAN MADAUS [“The EU Recommendation on Business Rescue – Only Another Statement or a Cause for Legislative Action Across Europe?”, in: *Insolvency Intelligence*, 2014, 27 (6), p. 83] a dizer que a Comissão usa uma cenoura e um pau para promover a harmonização.

⁴³ Cfr. STEPHAN MADAUS, ob. cit., p. 84.

subordinado a quaisquer requisitos substanciais sendo que no SIREVE, curiosamente, as normas que os “incutiam” foram eliminadas⁴⁴.

Na recomendação 17 (que integra o grupo de recomendações sobre o plano de recuperação, mais precisamente a adopção do plano de recuperação pelos credores) a Comissão expressa a sua convicção de que credores com interesses diversos devem ser separados em classes que reflectam estes interesses, devendo existir, no mínimo, classes separadas para credores garantidos e comuns.

Faria sentido introduzir uma regra deste tipo. Ela é a condição indispensável para a aprovação do plano de recuperação deixar de ser uma aprovação aleatória e se tornar mais expressiva, ou seja, uma aprovação condicente com a vontade não de uma *qualquer* maioria (ou de uma maioria indiscriminada) de credores mas da maioria dos credores de todas as classes (o que implica concitar a maioria em cada classe). Lendo a recomendação seguinte (a recomendação 18), confirma-se ser esse o objectivo final. Não há, porém, em nenhum dos processos pré-insolvenciais portugueses (PER e SIREVE) sinais de qualquer divisão dos credores em classes ou de regras que propiciem uma aprovação deste tipo.

Na recomendação 15 (c) (que integra também o grupo de recomendações sobre o plano de recuperação mas desta vez versando o conteúdo do plano de recuperação) a Comissão recomenda que o plano de recuperação contenha uma descrição detalhada da sua aptidão para evitar a insolvência do devedor e para assegurar a recuperação da empresa. E a recomendação 23 (pertencente ao grupo versando a homologação do plano de recuperação) recomenda que seja reconhecido ao tribunal o poder de rejeitar o plano sempre que seja claro que ele não preenche tais requisitos.

No regime PER não há – nem nunca houve – sinais da existência de regras deste tipo. No regime do SIREVE existiam normas que exigiam que o plano de recuperação (ou plano de negócios) contivesse informação destinada a *comprovar* ou *demonstrar* a sua exequibilidade ou viabilidade e a sua adequação à recuperação e fosse sujeito a algum controlo por parte do IAPMEI (cfr. arts. 3.º, n.ºs 4 e 5, e art. 7.º) mas, como se disse, elas foram, no essencial, revogadas pelo DL n.º 26/2015⁴⁵.

⁴⁴ De destacar também, embora não respeite às empresas, a duração do período de cessação no âmbito da exoneração. Esta continua, tanto quanto se sabe, a ser de cinco anos. Segundo a recomendação 30, porém, a exoneração deve ter lugar ao fim de um período não superior a três anos.

⁴⁵ Segundo as normas agora revogadas, a empresa devia demonstrar, no plano de negócios, que, de acordo com este plano, no final do período de cinco anos, conseguiria atingir uma situação económica e financeira equilibrada. Proferido o despacho de aceitação do requerimento, havia lugar a um juízo técnico do IAPMEI. Este procedia à análise da via-

E todavia é manifesta a necessidade da introdução de mecanismos dirigidos a demonstrar e a verificar a exequibilidade ou viabilidade – em termos patrimoniais, económicos e financeiros – e a idoneidade das soluções dispostas no plano⁴⁶. Com isto – só com isto – teriam os credores alguma garantia de que a situação (futura) prevista no plano é, segundo a experiência e os dados das disciplinas económicas e financeiras, o resultado lógico da execução do plano e a que melhor favorece os seus interesses. Não se deve esquecer que o plano de recuperação é, para todos os efeitos, um plano de acção colectiva, que pressupõe os sacrifícios e os esforços de numerosos e diversos sujeitos. Estes sacrifícios e esforços devem ser proporcionais e adequados à probabilidade de realização da recuperação em cada caso concreto⁴⁷.

bilidade da empresa e da adequação do acordo pretendido à sua viabilização, emitindo o respectivo parecer técnico no prazo de trinta dias. Resta agora apenas a norma do art. 3.º, n.º 4, que determina que o plano de negócios previsto deve identificar as medidas e os meios necessários à reposição das condições de sustentabilidade económica da actividade da empresa, bem como a capacidade desta em assegurar o cumprimento do acordo de reestruturação e o pagamento das dívidas aos credores evidenciada através dos documentos contabilísticos previsionais, nomeadamente balanço, demonstração de resultados e mapa de fluxos de caixa relativos a um período mínimo de cinco anos.

⁴⁶ Para as razões que justificariam a introdução mecanismos deste tipo e a comparação do regime existente em Portugal com outros, nomeadamente o italiano, cfr. CATARINA SERRA, “A proposito di guardiani davanti alla legge – Il professionista certificatore (o la sua assenza) nella procedura di rivalizzazione del Diritto portoghese”, in: STEFANIA PACCHI (a cura di), *Collana degli interventi nel Congresso Internazionale “Giudice e professionisti – Gli attori delle procedure per le crisi d’impresa negli Ordinamenti Europei e LatinoAmericani a confronto”*, 2015 (em publicação).

⁴⁷ Diferente é a situação noutros Estados-Membros. Tome-se como exemplo aquilo que sucede em Itália. Além de a lei italiana cometer a um profissional (*professionista*), em alguns processos de recuperação (*concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti*), um papel “certificador” do plano de recuperação, a jurisprudência e a doutrina entendem hoje que o juiz tem o poder de efectuar um controlo sobre a possibilidade de realização da causa em concreto do processo. Para tal entendimento foi decisiva a decisão da *Cassazione del 23 gennaio 2013 (sentenza de la Cassazione Civile, Sezioni Unite, 23 gennaio 2013, n. 1521)*. Segundo FRANCESCO DE SANTIS [“Il controllo di fattibilità del piano di concordato dopo la sentenza 23 gennaio 2013, n. 1521: la prospettiva “funzionale” aperta dal richiamo alla ‘causa concreta’ (Commento)”, in: *Il fallimento*, 3, 2013, p. 279], a grande novidade da sentença seria a aplicação da categoria privatística da “causa negocial *in concreto*”. Com esta aplicação, seria permitido ao tribunal controlar não só a exequibilidade ou viabilidade jurídica do plano mas também a sua idoneidade não só para assegurar o pagamento dos créditos mas também para ultrapassar definitivamente a situação de crise da empresa. Em conclusão, o controlo judicial pressuporia um juízo de mérito, assumindo uma fase interpretativa e uma fase de avaliação – de avaliação da idoneidade do plano para realizar a sua causa em concreto.

Sobre o DL n.º 26/2015, o mais que se pode dizer, em comentário final, é que é de esperar uma nova alteração legislativa. Isto, claro, se Portugal quiser permanecer, como se imagina, um Estado “obediente” e ocupar um lugar entre os Estados-membros aderentes à Recomendação, dispondo de uma disciplina pré-insolvencial alinhada com a dos outros Estados-membros e, acima de tudo, em consonância com a legislação (em sentido próprio) que se avizinha ao nível da União Europeia⁴⁸.

⁴⁸ Sobre a conformidade actual das legislações dos Estados-membros com as directrizes da Recomendação existe certa divergência. BOB WESSELS (ob. cit., p. 19) afirma que a legislação da maioria dos Estados-membros, como a Alemanha, a Espanha, a França e a Holanda, tem (ou se prevê que venham a ter em breve) natureza semelhante ao regime que se aconselha na Recomendação. STEPHAN MADDAUS (ob. cit., p. 84) diz que nenhuma das legislações cumpre plenamente a Recomendação e ilustra com os exemplos da Inglaterra, da Alemanha e da França. Tentando tomar posição na contenda dir-se-ia que na maioria dos Estados-membros existe conformidade quanto aos princípios gerais mas seguramente não nos – não em todos os – aspectos específicos.

RESUMO: O artigo identifica hipóteses legais responsabilizadoras dos administradores. Em seguida, é analisada criticamente a densificação jurisprudencial do requisito da ilicitude relevante para efeitos da responsabilidade civil pela administração da sociedade. A jurisprudência analisada mostra um padrão que a análise económica do direito já tinha identificado: a violação dos deveres de lealdade pode ser verdadeiramente rendosa para os infratores, tendencialmente ocorre nas vésperas do fim do mandato e, por isso, é menos sensível à disciplina dos mecanismos de mercado. Neste contexto, cabe à responsabilidade civil o papel de devolver à sociedade (e aos sócios) os benefícios ilicitamente apropriados pelos administradores desleais.

Palavras-chave: Administradores, deveres de cuidado e de lealdade, responsabilidade civil pela administração da sociedade, ilicitude, *business judgment rule*.

ABSTRACT: This paper highlights several rules on responsibility and analyses court decisions on directors' liability. Particular focus is placed upon corporate decisions deemed unlawful by the Portuguese courts. As the law and economics has demonstrated, the breach of duty of loyalty may involve significant payoffs for the managers; may occur on the verge of the retirement of the managers who are not deterred by the market penalties. In this context, through the liability rules the benefits illegally taken by the disloyal managers are given back to the corporation (and to the shareholders).

Keywords: Directors, duty of care and duty of loyalty, liability for the management of the company, wrongdoing, business judgment rule.

MARIA ELISABETE RAMOS*

Riscos de responsabilização dos administradores – Entre a previsão legislativa e a decisão jurisprudencial**

1. Quem quer ser administrador?

1.1. Na União Europeia – entre a profusão de hipóteses legais responsabilizadoras e a infralitimância

Em setembro de 1986, a *Business Week* profetizava que o cargo de *director* transformar-se-ia em «a job nobody wants». Em 1997, Menezes Cor-

* Professora da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

** São do CSC todas as disposições indicadas sem menção da fonte.

deiro escreveu, relativamente à ordem jurídica portuguesa, que «a situação dos administradores, perante o nosso Direito, é, já, de autêntica sufocação: não há vantagem, do ponto de vista dos valores do Direito societário, em ampliar, doutrinariamente, os constrangimentos»¹.

Business Week e Menezes Cordeiro sublinham a *severidade* da responsabilização a que os administradores estão expostos. Parece-me, no entanto, que não falam exatamente da mesma realidade. Menezes Cordeiro sublinha o rigor das hipóteses legais responsabilizadoras, enquanto a *Business Week*, centrando-se na experiência norte-americana, refere a intensidade das *claims* intentadas contra os *directors*. Recuperando a dicotomia de Roscoe Pound, Menezes Cordeiro convoca a «Law in books», enquanto a *Business Week* mergulha na «Law in action»².

Ainda que não se partilhe a compreensão do *legal realism*³ e, em particular, da «sociological jurisprudence» de Pound, parece-me que os sistemas de *civil law* não podem ignorar o que os tribunais decidem em matéria de responsabilidade dos administradores pela gestão da sociedade⁴. Não tanto porque se defenda uma postura metodológica que procure identificar os fatores determinantes de futuras decisões jurisprudenciais – como o *legal legalism* preconiza –, mas porque é a *realização do direito* que está em causa. Interessa perceber como estão a ser efetivadas e aplicadas as hipóteses legais de responsabilização dos administradores.

Em matéria de *efetivação* da responsabilidade civil pela administração da sociedade, o diagnóstico é de *infraligância*⁵. Menezes Cordeiro contabiliza nos dezassete anos de vigência do DL 49381 de 15 de novembro de 1969 – antecedente normativo do regime jurídico-societário de respon-

¹ A. MENEZES CORDEIRO, *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais*, Lisboa: Lex, 1997, p. 494.

² ROSCOE POUND, «Law in books and law in action», *American Law Review*, 44 (1910), p. 12, ss. Para a análise crítica da «social engineering» de Roscoe Pound, v. ANTÓNIO CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia jurídica – Problemas fundamentais*, Coimbra: Coimbra Editora, 1993, p. 54, ss..

³ Sobre o *legal realism*, v. A. CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia jurídica*, cit., p. 54.

⁴ Sobre as diferenças e aproximações entre *civil law* e *common law*, v. FERNANDO JOSÉ BRONZE, «Continentalização» do direito inglês ou «insularização» do direito continental (*proposta para uma reflexão macro-comparativa do problema*), Coimbra, 1982; HELMUT KOZIOL/PETER MCGRATH, «Is Style of reasoning a fundamental difference between the common law and the civil law?», *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 78 (2014), n.º 4, p. 709-749.

⁵ JORGE A. NUNES LOPES, «Responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras em crise ou insolventes», *DSR*, 11 (2014), p. 193, quanto a práticas ilícitas de administradores de instituições financeiras, fala na «costumada tradicional impunidade judicial».

sabilidade civil dos administradores⁶ – apenas uma decisão publicada, aplicadora do referido decreto-lei⁷. Em 2006, por ocasião dos estudos preparatórios da revisão do Código das Sociedades Comerciais, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários sublinhou o «défice de ocorrências jurisprudenciais (...) significando um subaproveitamento dos dispositivos nacionais sobre reparação de danos causados por administradores»⁸. Em 2008, Bruno Ferreira, após um levantamento exaustivo da jurisprudência portuguesa relativa à responsabilidade dos administradores nos últimos 20 anos, identificou 46 acórdãos dos tribunais superiores⁹.

Trata-se, contudo, de um diagnóstico comum a outras ordens jurídicas da União Europeia. Na sequência de uma encomenda da Comissão Europeia à *London School of Economics*, foi publicado em 2013 o «Study on directors' duties and liability» que colige dados relativos aos 28 Estados-Membros da União Europeia¹⁰. Segundo os autores, «This study concludes that gaps and deficiencies exist less with regard to the substantive rules on directors' duties, and more in relation to enforcement. In the vast majority of Member States, breaches of directors' duties do not normally lead to judicial enforcement of claims against directors as long as the company continues to operate as a going concern. There are several factors that contribute to what may be seen as under-enforcement of directors' duties. We find that the most important of these factors cannot easily be addressed by

⁶ Sobre a importância deste diploma para a refundação do regime de responsabilidade civil dos administradores pela gestão da sociedade, v. RAÚL VENTURA/LUÍS BRITO CORREIA, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas*, separata do BMJ, n.ºs 192 a 195, Lisboa, 1970; MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro de responsabilidade civil dos administradores. Entre a exposição ao risco e a delimitação da cobertura*, Coimbra: Almedina, 2010, p. 81, ss.

⁷ Trata-se da decisão do STJ de 19.11.1987, publicada no BMJ 371 (1987), pp. 473-489 em que o Relator é Menéres Pimentel – cfr. v. A. MENEZES CORDEIRO, *Da responsabilidade civil...*, cit., p. 30.

⁸ Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Governo das sociedades anónimas: propostas de alteração ao Código das Sociedades Comerciais*. Processo de Consulta Pública n.º 1/2006, Janeiro 2006, p. 18.

⁹ BRUNO FERREIRA, «A responsabilidade dos administradores e os deveres de cuidado enquanto estratégias de corporate governance. Implicações da reforma do Código das Sociedades Comerciais», *CadMVM*, 30 (2008), p. 12.

¹⁰ *Study on directors' duties and liability*, prepared for the European Commission for DG Market by Carsten Gerner –Beurle, Philipp Paech, Edmund Philip Schuster, Department of Law, London School of Economics, April 2013, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-analysis_en.pdf (acesso em 9 de dezembro de 2014).

changes to the national law rules concerning directors' duties; rather, the relevant obstacles are of a structural nature»¹¹.

A proteção dos administradores também faz parte do discurso jurídico-societário europeu. O trabalho *Study on directors' duties and liability*, relativo à situação dos administradores na União Europeia, elege cinco medidas de proteção dos administradores: «Exclusion of liability in the articles; *ex ante* authorisation of certain types of conduct by the shareholders, i.e. before the conduct that gives rise to liability occurs; *ex post* ratification of breaches of duty or waiver of the company's claim; indemnification of the director against liability incurred not to the company, but to a third party, or against the costs of third party lawsuits; and directors and officers liability insurance (D&O insurance)»¹². O estudo pormenoriza, relativamente a cada ordem jurídica analisada, a licitude/ilicitude de cada um dos mecanismos de proteção. Também aqui o quadro é de assinalável diversidade de regimes.

1.2. Nos EUA – Intensa litigância e eficazes medidas de proteção dos administradores

É bem diferente a situação vivida pelos administradores sujeitos às jurisdições estado-unidenses. Se, por um lado, um vasto conjunto de fatores convergem numa intensa responsabilização, por outro lado, o sistema rodeia-os de uma cidadela de medidas de proteção que preservam a sua pessoa e o seu património das consequências resultantes das iniciativas responsabilizadoras¹³.

Na verdade, nos EUA a responsabilização dos administradores é facilitada por vários instrumentos processuais¹⁴. Destacam-se: *a*) a generosidade das regras sobre a legitimidade do(s) sócio(s) para a responsabilização dos administradores (a legitimidade daqueles não está necessariamente indexada a um determinado valor da participação social); *b*) a variedade dos mecanismos judiciais destinados à responsabilização dos administradores

¹¹ *Study on directors' duties and liability*, cit., p. xvi..

¹² Cfr. *Study on directors' duties and liability*, cit., p. 212.

¹³ V. E. F. PÉREZ CARRILLO/ MARIA ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil e seguro dos administradores (reflexões em torno das experiências portuguesa e espanhola)», *BFD*, 82 (2006), p. 291, ss; E. F. PÉREZ CARRILLO/ MARIA ELISABETE RAMOS, «El seguro de responsabilidad civil de administradores y altos ejecutivos, D&O en España y Portugal, a la luz de los regímenes de responsabilidad de los administradores», *RdS*, 28 (2007), p. 257, ss..

¹⁴ V. MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 241, s.

(*shareholder derivative suit, direct action, class action*)¹⁵; c) a distribuição de custas processuais de acordo com a «american rule», segundo a qual cada parte litigante paga os seus próprios gastos, independentemente do ganho de causa que obtenha¹⁶.

Além disso, os *contingent fees*¹⁷ e a possibilidade de os administradores serem condenados a pagar os chamados *punitive damages* constituem incentivos à litigação. Vive-se a cultura da «regulation through litigation»¹⁸.

Neste ambiente jurídico é impensável gerir sociedades sem a assistência de mecanismos de proteção do património dos *directors* e *officers*. O administrador que desempenha o cargo com diligência e lealdade continua, apesar do seu desempenho, exposto de forma substancial ao risco de ser responsabilizado. Ainda que o litígio seja desprovido de fundamento – considere-se, por exemplo, as chamadas *strike suits* intentadas para extorquir uma transação (*settlement*) favorável ao demandante –, ele implicará, de imediato, a necessidade de satisfazer os elevados custos da defesa. Acresce, ainda, que muitas vezes haverá uma grande pressão para que o administrador aceite a transação (*settlement*), independentemente do fundamento dos pedidos de quem o demandou em tribunal¹⁹.

O sistema norte-americano rodeia os administradores de vários mecanismos de proteção que ou constituem «safe harbours» (pense-se, por exemplo, na *business judgment rule*), ou afastam/limitam a responsabilidade civil ou, ainda, transferem os encargos financeiros da responsabilidade civil para outras entidades²⁰ (*corporate indemnification*²¹ e *Directors*

¹⁵ Sobre a *derivative action*, v. D. R. FISCHEL/M. BRADLEY, «The role of liability rules and the derivative suit in corporate law: a theoretical and empirical analysis», *CorLR*, 71 (1986), p. 261 e ss...

¹⁶ Cfr. R. CHARLES CLARK, *Corporate Law* Little, Boston/Toronto: Brown and Company, 1986, p. 659, e ss..

¹⁷ Cfr. A. D. YOUNGWOOD, «The contingent fee – a reasonable alternative?», *MLR*, 28, 1965, p. 330.

¹⁸ A expressão é atribuída a ROBERT REICH, «Regulation in out, litigation is in», *American Prospect*, <http://prospect.org/article/regulation-out-litigation> (acesso setembro de 2014). KLAUS HOPT/RAINIER KULMS/Jan von Hein, *Rechtshilfe und Rechtssaar – Die Zustellung einer US-amerikanischen Class Action in Deutschland*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, consideram que as *class actions* norte-americanas e os *punitive damages* só podem ser compreendidos no âmbito da «regulation through litigation».

¹⁹ Cfr. W. E. KNEPPER, «Officers and directors: indemnification and liability insurance – an update», *BL*, 30 (1975), p. 951; B. L. ROSS, «Protecting corporate directors and officers: Insurance and other alternatives», *VLR*, 40 (1987), p. 787.

²⁰ V. J. BISHOP, JR., «New problems in indemnifying and insuring directors: protection against liability under the federal securities laws», *DLJ*, (1972), p. 1153.

²¹ J. J. HANKS, JR./L. P. SCRIGGINS, «Protecting directors and officers from liability – the influence of the Model Business Corporation Act», *BL*, 56 (2000), p. 4, usam o termo «"indem-

and officers Liability Insurance: abreviadamente, D&O Insurance²²)²³. Estes mecanismos de proteção de *directors* e *officers* servem os objetivos de preservar a discricionariedade empresarial, de manter a sua capacidade de inovar, de arriscar soluções novas, de assumir riscos empresariais.

2. Gestão de sociedades e riscos legais de responsabilização

Administrar sociedade(s) é um poder-dever²⁴ que compreende «as decisões estratégicas ou fundamentais sobre os objetivos empresariais a longo prazo, as correspondentes organização dos meios produtivos, dimensão e localização da(s) empresa(s), as várias políticas empresariais – produção (tipos de produtos e mercados destinatários), distribuição, pessoal, financiamentos – provimentos dos postos laborais de direção, o sistema informacional inter-organico e intra-empresarial»²⁵.

Quer as *decisões empresariais* próprias da «alta direção» quer «os atos (materiais ou jurídicos) de execução ou desenvolvimento daquela “alta direção”, quer os de caráter *extraordinário*, quer os de “*gestão corrente*” ou técnico-operativos quotidianos»²⁶ podem determinar a sujeição de administrador(es) a penas criminais (principais e acessórias), condenação no pagamento de coimas, reversão tributária, obrigação de indemnizar lesados, *etc.*

nification” to refer to both protection against liability for claims based on managerial service and protection (reimbursement or advance) against the costs of defense, including attorney’s fees». Na doutrina alemã, H. IHLAS, *Organhaftung und Haftpflichtversicherung*, Berlin: Duncker & Humbolt, 1997, p. 221, fala em “Firmen-Enthftung”.

²² W. E. KNEPPER/D. A. BAILEY, *Liability of Corporate Officers and Directors*, 7th ad., vol. 2, Newank: Bender Lexis Nexis, 2006, p. 24-1.

²³ Cfr. J. BISHOP JR., «New Cure for an Old Ailment: Insurance against Directors’ and Officers’ Liability», *BL*, 22 (1966), p. 96; J. F. JOHNSTON, JR., “Corporate indemnification and liability insurance for directors and officers” *BL*, 33 (1978), p. 1994.

²⁴ MARIA ELISABETE RAMOS, *Responsabilidade civil dos administradores e diretores de sociedades anónimas perante os credores sociais*, Coimbra: Coimbra Editora, 2002, p. 65, 66, 77, ss.; J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, 2.^a ed., Coimbra: Almedina, 2010, cit., p. 25, nt. 38.; RICARDO COSTA, *Os administradores de facto das sociedades comerciais*, Coimbra: Almedina, 2014, p. 901. Considerando o dever de gestão como «um dever primário de prestação», v. PEDRO CAETANO NUNES, *Dever de gestão dos administradores de sociedades anónimas*, Coimbra: Almedina, 2012, p. 469.

²⁵ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das sociedades comerciais*, 2.^a ed., Coimbra: Almedina, 2010, p. 40.

²⁶ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança....*, cit., p. 40.

Várias normas do ordenamento jurídico português tipificam *crimes* praticados por administradores e, consequentemente, comportam a possibilidade de a estes serem aplicadas sanções penais (pena de prisão, multa). Assumem relevo jurídico-penal, quando praticadas com dolo, a falta de cobrança de entradas de capital (art. 509.º²⁷), a aquisição ilícita de quotas ou acções (art. 510.º²⁸), a amortização de quota não liberada (art. 511.º²⁹), a amortização ilícita de quota dada em penhor ou que seja objeto de usufruto (art. 512.º)³⁰, a distribuição ilícita de bens da sociedade (art. 514.º), etc³¹.

Ainda no universo jurídico-penal, o art. 11.º, 9, do CPen prevê a responsabilidade subsidiária e solidária de pessoas em «posição de liderança» pelo pagamento de multas/indemnizações em que a sociedade seja condenada. Parece-me que esta norma sofre de *fragilidades constitucionais*, uma vez que a responsabilidade criminal é insuscetível de transmissão (art. 30.º da CRP)³². Recentemente, o Ac. n.º 171/2014 do Tribunal Constitucional, admitindo a *natureza criminal*³³, declarou «a inconstitucionalidade,

²⁷ Sobre este tipo legal de crime, v. SUSANA AIRES DE SOUSA, «Artigo 509.º», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, p. 415, ss.

²⁸ SUSANA AIRES DE SOUSA, «Artigo 510.º», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, p. 424, ss.

²⁹ SUSANA AIRES DE SOUSA, «Artigo 511.º», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, p. 429, ss.

³⁰ SUSANA AIRES DE SOUSA, «Artigo 512.º», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, p. 434, ss.

³¹ Vejam-se os arts. 509.º a 527.º do CSC relativos às disposições penais. Sobre estes tipos de crime, v. SUSANA AIRES DE SOUSA, «Nótulas sobre as disposições penais do Código das Sociedades Comerciais», *DSR*, 5 (2013), p. 115, ss. Na sequência da reforma de 2006 do CSC, CARLOS TAVARES, *A reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura. A reforma do Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, 2007, pp. 17, s., defendeu, na qualidade de Presidente da CMVM, a necessidade de atualizar o sistema sancionatório do CSC e do CVM.

³² Veja-se o que escrevi em MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 67, ss..

³³ Ac. do Tribunal Constitucional n.º 171/2004, de 18 de fevereiro de 2014, Relator: Carlos Fernandes Cadilha, com os votos de vencido de Maria Lúcia Amaral e de Maria de Fátima Mata-Mouros. A Juíza Conselheira Maria de Fátima Mata-Mouros lembra no seu voto de vencido que «o Supremo Tribunal de Justiça proferiu, em 8 de janeiro de 2014, um acórdão a uniformizar jurisprudência na matéria que afasta a natureza penal da responsabilidade prevista no artigo 8.º, n.º 7, do Regime Geral das Infrações Tributárias». V. EVA VAZ FREIXO GARCIA, «Análise da natureza da responsabilidade subsidiária prevista no artigo 8.º, n.º 1, do RGIT e da (in)constitucionalidade da sua aplicação, à luz do princípio da intransmissibilidade das penas», *RDS*, 5 (2013), p. 819, ss., defende que a norma do art. 8.º, 7, do RGIT viola o art. 30.º da CRP. O art. 8.º, n.º 7 do Regime Geral das Infrações Tributárias foi revogado pelo art. 30.º da L 75-A/2014, de 30 de setembro.

com força obrigatória geral, da norma do art. 8.º, n.º 7, do Regime Geral das Infrações Tributárias, em que se refere à responsabilidade solidária dos gerentes e administradores de uma sociedade que hajam colaborado dolosamente na prática de infração pelas multas aplicadas à sociedade, por violação do art. 30.º, 3, do Constituição».

Fora do CSC, pense-se também, nos crimes tipificados nos arts. 227.º-, 227.º-A, 228.º, 229.º do CPen³⁴, em conjugação com o art. 12.º do CPen, ou, ainda, os crimes de abuso de informação e de manipulação do mercado, previstos na alínea a) do art. 378.º do CVM e no n.º 3 do art. 379.º do CVM³⁵.

Os administradores, no exercício das suas funções, estão expostos ao risco de serem condenados no *pagamento de coimas*, em consequência da prática de *contraordenações*. Veja-se, a título de exemplo, o que resulta do art. 401.º do CVM ou dos arts. 201.º e seguintes do RGICSF (alterado e republicado pelo DL 157/2014, de 24 de outubro). Considere-se, ainda a título de exemplo, o art. 73.º do RJC (aprovado pela Lei 19/2012, de 8 de maio) que prevê a punição de administradores pela prática de ilícitos concorrenciais³⁶. Observa-se que o regime de clemência (atualmente previsto nos arts. 70.º, 75.º e ss. do RJC) propiciou a exposição de vários cartéis em Portugal e, concomitantemente, a responsabilização dos administradores que envolveram as sociedades por si geridas em tais práticas anticoncorrenciais³⁷.

Não cumprindo a sociedade as suas obrigações tributárias, o administrador pode ser confrontado com o processo de *reversão tributária* e a consequente *responsabilidade tributária subsidiária*, prevista no art. 24.º da LGT³⁸.

³⁴ Sobre aplicação destes crimes ao administrador de facto, v. RICARDO COSTA, *O administrador de facto...*, cit., p. 99, ss..

³⁵ Sobre o crime de abuso de informação, v. JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading). A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 39, ss..

³⁶ Sobre as dúvidas que o art. 73.º do RJC suscita, v. JOSÉ LOBO MOUTINHO/PEDRO GARCIA MARQUES, «Artigo 73.º», *Lei da Concorrência – comentário conimbricense*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 723, ss..

³⁷ Sobre esta prática decisória da Autoridade da Concorrência, v. MARIA ELISABETE RAMOS/HELENA PATRÍCIO, «Marché intérieur et concurrence – Réflexions à partir de l'expérience portugaise», *RIDE*, 2014, p. 207, ss.; V. tb. MARIA ELISABETE RAMOS, «Práticas restritivas da concorrência e os deveres dos administradores de sociedades», *DSR*, 11 (2014), p. 107, ss.; ID., «Ilícitos concorrenciais e proteção dos administradores», *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2014, p. 243, ss..

³⁸ Sobre os antecedentes normativos desta disposição, v. T. MEIRELES DA CUNHA, *Da responsabilidade dos gestores perante os credores sociais: a culpa nas responsabilidades civil e tributária*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2009, pp. 107, ss.

Em tempos, consolidou-se o entendimento de que os administradores que o são «de direito», mas não exercem efetivamente as suas funções não são responsáveis subsidiários pelas dívidas tributárias da sociedade³⁹. Deve, no entanto, esclarecer-se que os «administradores nominais»⁴⁰, «ao não desempenharem de facto a sua atividade, violam sistematicamente os seus deveres legais gerais (art. 64.º, n.º 1, do CSC, art. 32.º da LGT)»⁴¹.

Os tribunais desenvolveram a *presunção judicial* mediante a qual da gestão de direito retiravam a gestão de facto⁴². O que, em termos práticos, significa que basta à administração fiscal provar a gestão de direito (por exemplo, através da inscrição no registo comercial) para daí presumir a gestão de facto. Compete ao gestor afetado por esta presunção afastá-la⁴³. O Ac. do Supremo Tribunal Administrativo de 28.2.2007 veio introduzir uma nova orientação *contrária à presunção judicial de gestão de facto*⁴⁴. Este Acórdão exige que a administração fiscal prove não só a gestão de direito como a efetiva gestão de facto⁴⁵.

O art. 3.º, 1, do DL 147/2008, de 29 de julho, relativo ao *regime jurídico da responsabilidade por danos ambientais*, prevê a responsabilidade pelas consequências de danos ambientais causados pela sociedade. Determina este preceito que «Quando a atividade lesiva seja imputável a uma pessoa coletiva, as obrigações previstas no presente decreto-lei incidem solidariamente sobre os respetivos diretores, gerentes ou administradores». Questiona a doutrina que responsabilidade é esta; se será uma hipótese legal de

³⁹ Sobre esta orientação v. PAULO MARQUES, «A (ir)responsabilidade dos gerentes de direito pelas dívidas tributárias», *RDS*, 5 (2013), p. 284.

⁴⁰ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 107.

⁴¹ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade...*, cit., p. 107; PAULO MARQUES, «A (ir)responsabilidade dos gerentes de direito pelas dívidas tributárias», *RDS*, 5 (2013), p. 291; também RICARDO COSTA, *O administrador de facto...*, cit., p. 88.

⁴² Com indicações de jurisprudência que acolheu esta presunção, v. T. MEIRELES DA CUNHA, *Responsabilidade tributária...*, cit., pp. 145, ss.; PAULO MARQUES, «A (ir)responsabilidade...», cit., p. 288, ss.

⁴³ V. RICARDO COSTA, *O administrador de facto*, cit., p. 85, ss..

⁴⁴ Processo n.º 01132/06. Sobre este acórdão, v. RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 93.

⁴⁵ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., 20, p. 106, defende que o elenco das pessoas que exerçam «somente de facto» as funções de administração compreende os administradores aparentes, ocultos sob outro título, na sombra. Em sentido diverso pronuncia-se P. SOUSA E SILVA, «A responsabilidade tributária dos administradores e gerentes na Lei Geral Tributária e no novo CPPT», *ROA* (2000), p. 1452; seguido no essencial por T. MEIRELES DA CUNHA, *Da responsabilidade dos gestores...*, cit., p. 135, nt. 420, para quem os administradores de facto são os que desempenhem, «cumulativamente, atribuições de gestão e de representação externa da empresa». Sobre a questão de saber quem é o administrador de facto, v. *infra* nota 63.

responsabilidade objetiva⁴⁶. Se foi esta a intenção do legislador ambiental, então haverá que concluir que se afastou radicalmente do regime geral da responsabilidade civil pela administração (arts. 72.º e seguintes do CSC) que se funda na *culpa* do agente.

A alteração do CIRE, introduzida pela Lei 16/2012, de 20 de abril, acrescentou uma nova consequência da declaração da *insolvência culposa*⁴⁷. Trata-se da possibilidade de «condenar as pessoas afetadas [pela insolvência culposa] a indemnizarem os credores do devedor declarado insolvente no montante dos créditos não satisfeitos, até às forças dos respetivos patrimónios, sendo solidária tal responsabilidade entre todos os afetados» (art. 189.º, 2, e), do CIRE)⁴⁸⁻⁴⁹. Ora, as pessoas afetadas pela insolvência

⁴⁶ Sobre as múltiplas dúvidas que esta hipótese de responsabilidade dos administradores suscita, v. MARGARIDA LIMA REGO, «A quem aproveita o seguro de responsabilidade civil dos administradores celebrado para os efeitos do art. 396.º do CSC», I *Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 435, ss., que considera que o diploma estende a responsabilidade por incumprimento das obrigações – são obrigações da sociedade – aos administradores.

⁴⁷ Sobre as (previsíveis) consequências do Memorando de Entendimento no direito da insolvência português, v. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Repercussões que os Memorandos da “Troika” terão no Código da Insolvência», in: *O Memorando da “Troika” e as empresas*, Coimbra: Almedina, 2012, p. 191, ss..

⁴⁸ Em momento anterior à reforma introduzida pela Lei 16/2012, de 20 de abril, a doutrina portuguesa pronunciou-se no sentido de uma menor proteção dos credores em caso de insolvência da sociedade-devedora. Neste sentido, v. MARIA DO ROSÁRIO EPIFÂNIO, «Efeitos da declaração sobre o insolvente no nosso Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas», Ciclo de Conferências “O novo Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas”, Faculdade de Direito do Porto, 2004, p. 12. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A tutela dos credores da sociedade por quotas e a “desconsideração da personalidade jurídica”*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 487, falava em «desequilíbrio dos meios de tutela dos interesses dos credores sociais»; MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, «A responsabilidade dos administradores na crise da empresa», I *Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2011, p. 407, considerava que o sistema português (antes da Lei de 2012) de proteção dos credores sociais era «extremamente pobre e excessivamente exigente em matéria de prova» e defendeu que de modo a evitar comportamentos oportunistas dos administradores na crise da empresa deveria ser seguido o caminho da «consagração legislativa da responsabilidade civil dos administradores pelos danos causados, direta ou indiretamente, aos credores sociais». Saliencia MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ob. cit.*, p. 398, nt. 22, que «na realidade não existe entre nós nenhuma consequência especificamente destinada a prever a responsabilização dos administradores de direito ou de facto que não tenham cumprido o dever de apresentação da sociedade à insolvência». RUI PINTO DUARTE, «Reflexões de política legislativa sobre recuperação de empresas», II *Congresso de Direito da Insolvência*, Coimbra: Almedina, 2014, p. 350, expressa o seu desacordo quanto à possibilidade de os administradores serem condenados no «montante dos créditos não satisfeitos, até à força dos respetivos patrimónios», por entender que «a tramitação do incidente de qualificação não é adequada a tanto». MANUEL CARNEIRO DA FRADA, «A responsabilidade dos administra-

podem ser os administradores/fiscalizadores da sociedade devedora declarada insolvente⁵⁰.

Também não devemos ignorar a possibilidade de haver condenação de administradores na reposição de montantes e no pagamento de multas, por força da efetivação da *responsabilidade financeira* que, nos termos do art. 214.º, n.º 1, c), da CRP, constitui competência do Tribunal de Contas. A *responsabilidade financeira* encontra-se regulada na Lei de Organização e de Processo do Tribunal de Contas (Lei n.º 98/97, de 26 de agosto, com as alterações introduzidas pelas Lei 48/2006, de 29 de agosto, e Lei n.º 35/2007, de 13 de agosto) e apresenta as modalidades *sancionatória* e *reintegratória*⁵¹.

Esta responsabilidade pode ser aplicada a administrador que «gere e utiliza dinheiros públicos, independentemente da natureza da entidade a que pertença, nos termos da presente lei» – art. 5.º, n.º 1, e), da Lei n.º 98/97, de 26 de agosto, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 48/2006, de 29 de agosto⁵².

Acresce, ainda, que os administradores estão expostos ao risco de serem demandados em ações de responsabilidade civil, pela sociedade (art. 72.º do CSC), pelos credores sociais (art. 78.º do CSC) e por sócios e terceiros (art. 79.º do CSC). Ao convocar esta responsabilidade pela *administração da sociedade*, o demandante procura obter do administrador demandado uma *indenização* que permita o ressarcimento de danos causados. Trata-se de uma responsabilidade fundada na culpa, mas o art. 72.º, 1, do CSC prevê uma presunção de culpa do administrador. Dispersas pelo CSC

dores na insolvência», *ROA*, 66 (2006), p. 653, e ss., reconstrói a partir dos quadros gerais a responsabilidade civil dos administradores da sociedade insolvente pela causação da insolvência.

⁴⁹ Sobre esta disposição, v. MARIA ADELAIDE MENEZES LEITÃO, «Insolvência culposa e responsabilidade dos administradores na Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril», *I Congresso Direito da Insolvência*, Coimbra: Almedina, 2013, p. 271; LILIANA PINTO CARVALHO, «Responsabilidade dos administradores perante os credores resultante da qualificação da insolvência como culposa», *DSR*, 5 (2013), p. 884, ss.; ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um curso de direito da insolvência*, Coimbra: Almedina, 2015, p. 387, ss..

⁵⁰ Sobre o administrador de facto e o direito de insolvência, v. RICARDO COSTA, *Os administradores de facto...*, cit., p. 114, ss..

⁵¹ Sobre a responsabilidade financeira em geral, v. A. DE SOUSA FRANCO, *Finanças públicas e direito financeiro*, vol. I, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, pp. 482, ss..

⁵² Cfr. ANTÓNIO CLUNY, «A responsabilidade financeira à luz do artigo 14.º da Lei n.º 72/2008, de 16 de Abril», Comunicação apresentada no Colóquio *O novo Regime Jurídico do Contrato de Seguro – um ano depois*, organizado pela Secção Portuguesa da AIDA, Lisboa, 2010; ANTÓNIO CLUNY, *Responsabilidade financeira e Tribunal de Contas – Contributos para uma reflexão necessária*, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 41, ss.

ainda há hipóteses específicas de responsabilidade civil dos administradores. Considere-se, por exemplo, a responsabilidade quanto à constituição da sociedade (art. 71.º)⁵³ ou a responsabilidade emergente da fusão (arts. 114.º, 115.º)⁵⁴.

É *solidária* a responsabilidade entre os vários administradores responsáveis (art. 73.º)⁵⁵. O elemento de *garantia* próprio da solidariedade implica, entre outros aspetos, a irrelevância do grau de culpa nas relações externas (art. 73.º, 2): um administrador cuja atuação ilícita e culposa contribuiu modestamente para o dano corre o risco de ser demandado pela totalidade da dívida de indemnização⁵⁶. Ainda que assim seja, a solidariedade existe entre os *administradores responsáveis*.

Em caso de delegação restrita⁵⁷ (também designada «delegação imprópria»⁵⁸), somente o *administrador delegado*, em princípio, responderá pelos danos causados à sociedade por atos ou omissões por si praticados no âmbito das matérias de que especialmente se ocupa⁵⁹. Outros administradores responderão solidariamente (entre si e com o delegado-encarregado especial) se de algum modo contribuírem (positiva ou negativamente) para a conduta do delegado⁶⁰.

Em sociedade anónima que adote a estrutura organizatória prevista ou no art. 278.º, 1, a) ou no art. 278.º, 1, b), se houver administrador(es) delegado(s) ou comissão executiva (v. art. 407.º, 3, 4), pelos factos ilícitos e danosos no âmbito da «gestão corrente» (delegada) apenas responderá

⁵³ Sobre esta v. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 71.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. I, Coimbra: Almedina, 2010, p. 827, ss.; MARIA ELISABETE RAMOS, «Capital social livre? Reflexões em torno das responsabilidades dos sócios e dos gerentes», *Capital social livre e ações sem valor nominal*, coord. de Paulo de Tarso Domingues e Maria Miguel Carvalho, Coimbra: Almedina, 2011, p. 94, ss.

⁵⁴ V. ELDA MARQUES, «Artigo 114.º», «Artigo 115.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. J. M. Coutinho de Abreu, vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 313, ss.

⁵⁵ V. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 73.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, 2010, p. 860, ss.. Sobre a solidariedade entre administradores de direito e administradores de facto, v. RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 970, ss.

⁵⁶ FERNANDES DE OLIVEIRA, «Responsabilidade civil dos administradores», *Código das Sociedades Comerciais e governo das sociedades*, Coimbra: Almedina, 2008, p. 307, considera ser este um «potencial efeito perverso da solidariedade».

⁵⁷ COUTINHO DE ABREU, *Governança...*, cit., p. 101, s.. V. tb. o art. 261.º, 2.

⁵⁸ Cfr. PEDRO MAIA, *Função e funcionamento do conselho de administração das sociedades anónimas*, Coimbra: Coimbra Editora, 2002, p. 248, s..

⁵⁹ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 73.º», cit., p. 862.

⁶⁰ V. COUTINHO DE ABREU, *Governança...*, cit., p. 102-103; MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 209.

perante a sociedade, em princípio, o ou os administradores executivos autores de tais factos⁶¹. Os não executivos somente serão responsáveis (solidariamente entre si e com os executivos) se de algum modo contribuírem para esses factos. Por exemplo, o comportamento ilícito foi autorizado por deliberação do conselho de administração (cfr. o início do art. 407.º, 8); os não executivos, por não terem cumprido o dever de «vigilância geral», não tiveram conhecimento da conduta dos executivos (não puderam, pois, evitá-la nem atenuar as consequências danosas); os não executivos tiveram conhecimento da conduta dos executivos ou do propósito de estes a adotarem, mas não fizeram o possível para impedi-la ou atenuar as consequências danosas (designadamente, não provocaram a intervenção do conselho para tomar as medidas adequadas – cfr. a parte final do n.º 8 do art. 407.º)⁶².

Também os *administradores de facto*⁶³ (em sentido amplo) hão-de estar sujeitos a responder civilmente para com a sociedade e terceiros (entendidos latamente)⁶⁴. Tal como os administradores de direito, eles administram; devem por isso igualmente cumprir as regras da correta administração, sob pena de arcarem com as respetivas responsabilidades. Esta *perspetiva funcional* (que atende às funções de administração efetivamente exercidas, não à qualificação formal do sujeito como administrador *de jure*) será suficiente para concluir que os arts. 72.º, e seguintes são diretamente aplicáveis (também) aos administradores de facto⁶⁵.

⁶¹ V. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 73.º», cit., p. 862.

⁶² V. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 55; J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 73.º», cit., p. 863. V. tb. acerca do (agora) n.º 8 do art. 407.º, ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «A responsabilidade dos membros do conselho de administração por atos ou omissões dos administradores delegados ou dos membros da comissão executiva», *BFD* (2002), p. 374, s.. CALVÃO DA SILVA, «Responsabilidade civil dos administradores não executivos da comissão de auditoria e do conselho geral e de supervisão», *Jornadas em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura – A reforma do Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 116, defende que a solidariedade dos administradores não executivos repousa no art. 73.º, mas por força do art. 81.º, 1.

⁶³ Sobre a noção de administradores de facto, v. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil de administradores e de sócios controladores», *Miscelâneas*, n.º 3, Coimbra: IDET/Almedina, 2004, p. 42, ss.; J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, p. 97, ss; MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 152, s. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 844. Sobre as espécies de administrador de facto, v. RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 643, ss..

⁶⁴ V. J. M. COUTINHO DE ABREU/ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 845. Sobre a aplicação do regime jurídico-societário de responsabilidade civil pela administração aos administradores de facto, v. RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 956.

⁶⁵ Com desenvolvimentos, J. M. COUTINHO DE ABREU/ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade

O percurso até aqui trilhado permite acompanhar a doutrina italiana quando ela afirma que o risco de processo é um «risco típico»⁶⁶, profissional de quem gere uma sociedade. Na verdade, a circunstância de um administrador cumprir os seus deveres não impede que as decisões tomadas sejam contestadas judicial ou administrativamente. Tratando-se de um risco típico da atividade profissional dos gestores, pode ser intensificado em conjunturas de crise e recessão económica. Porque há acionistas descontentes com a não distribuição de dividendos, porque há trabalhadores insatisfeitos com as medidas de gestão, porque há credores que imputam a insolvência da sociedade a falhadas decisões empresariais, porque o fisco é particularmente atuante na sua missão de cobrar impostos.

Reagir a imputações infundadas exige recursos financeiros⁶⁷. Em alguns casos, avultados. E, por isso, a primeira consequência das iniciativas responsabilizadoras dos administradores são, certamente, os custos associados à defesa dos administradores⁶⁸.

Por último, mas não menos importante, as imputações infundadas podem determinar importantes custos reputacionais aos administradores afetados.

3. Decisões empresariais ilícitas, segundo a jurisprudência dos tribunais superiores

3.1. Illicitude

A ilicitude em matéria de responsabilidade civil pela administração de sociedades apresenta algumas *especificidades* relativamente ao regime geral⁶⁹. Interessa conhecer a densificação jurisprudencial da «preterição

civil de administradores...», cit., p. 43, s., J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 104, s..

⁶⁶ Na doutrina italiana, v. GIUSEPPE B. PORTALE/ALDO ANGELO DOLMETA, «Spese di assistenza legale e di difesa sopportate da un amministratore di s.p.a e rimborsibilità delle stesse da parte della società», GC, 25.3 (1998), I, p. 359.

⁶⁷ Sobre a cobertura dos riscos de defesa jurídica, v. MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 477, ss..

⁶⁸ Sobre a questão de saber em que circunstâncias se constitui o dever legal de a sociedade reembolsar os administradores de despesas de defesa, v. MARIA ELISABETE RAMOS, «O reembolso societário», *II Congresso Direito das Sociedades em revista*, Coimbra: Almedina, 2012, p. 377, ss.

⁶⁹ MARIA ELISABETE RAMOS, «Aspetos substantivos da responsabilidade civil dos membros do órgão de administração perante a sociedade», *BFD*, 1997, p. 240, 241; J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 9.

dos deveres legais ou contratuais» (art. 72.º, 1), das «disposições legais ou contratuais destinadas à proteção» dos credores sociais (art. 78.º, 1) e, por fim da remissão para os «termos gerais», constante do art. 79.º, 1.

Foram escolhidos alguns acórdãos dos tribunais superiores⁷⁰. Trata-se de uma amostra que não pretende ser exaustiva. Efetivamente, é de esperar que haja litígios relativos à responsabilidade civil pela administração que não chegam aos tribunais superiores: a) seja porque foram objeto de *composição extrajudicial*; b) seja porque foram sujeitos ao efeito seletivo da *alçada* em matéria cível⁷¹; c) seja porque foram submetidos à arbitragem voluntária, nos termos da Lei 63/2011, de 14 de dezembro⁷².

A jurisprudência, não sendo o único, é o meio privilegiado de conhecimento da «law in action». Em matéria de responsabilidade civil pela administração da sociedade, a análise da jurisprudência permite desvendar o teor dos conflitos entre, por um lado, administradores e, por outro, sociedade, credores sociais, sócios e terceiros. Da análise da jurisprudência podem ser retiradas indicações muito relevantes sobre a intensidade da litigância, a interpretação-aplicação das cláusulas gerais através das quais

⁷⁰ Na ordem jurídica espanhola, veja-se o caso Banesto e o *D&O Insurance*. Sobre este v. ELENA F. PÉREZ CARRILLO, «El seguro de responsabilidad de los administradores y altos cargos en el “caso Banesto” (Comentario a raíz de la STS 867/02 de 29 de julio [RJ 2002/6357])», *RDS*, 20 (2003/1), pp. 193, ss. E mais recentemente, veja-se o caso que envolve os ex-administradores do Bankia. Sobre este caso v. JOSÉ ANTONIO BADILLO ARIAS, «La póliza de RC de los exdirectivos de Bankia», *Revista de responsabilidad civil, circulación y seguro*, 10, (2014), p. 3. Para a realidade portuguesa, v. PEDRO CAETANO NUNES, «Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores», *II Congresso Direito das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2012, p. 181, ss..

⁷¹ Nos termos do art. 44.º,1, da Lei 62/2013, de 26 de agosto, «em matéria cível, a alçada dos tribunais da Relação é de € 30 000 euros (...)». E, nos termos do art. 42.º, 2, da mesma lei, «em regra, o Supremo Tribunal de Justiça conhece, em recurso, das causas cujo valor exceda a alçada dos tribunais da Relação e estes das causas cujo valor exceda a alçada dos tribunais de primeira instância».

⁷² Existindo compromisso arbitral relativo à responsabilidade dos administradores perante a sociedade, a propositura da ação em tribunal arbitral depende de deliberação dos sócios – neste sentido, v. RUI DIAS, «As sociedades no comércio internacional (problemas escolhidos de processo civil europeu, conflitos de leis e arbitragem internacional)», *Miscelâneas* n.º 5, Coimbra: Almedina, 2008, p. 108; J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 75.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. I, Coimbra: Almedina, 2010, p. 876. Sobre as dúvidas que a revogada Lei 38/86, de 29 de agosto, suscitava em matéria arbitragem voluntária e responsabilidade civil dos administradores, v. MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 225, ss.. As dificuldades então apontadas estão hoje ultrapassadas tendo em conta que atualmente a arbitralidade objetiva é expressamente delimitada a partir do critério da natureza patrimonial do interesse (art. 1.º da Lei 63/2011, de 14 de dezembro) e não da «natureza disponível do direito».

o legislador societário delimita a ilicitude dos administradores, o valor das indemnizações, o grau de culpa e a forma como esta é avaliada, etc. O objetivo desta parte do trabalho é conhecer que decisões empresariais foram julgadas ilícitas pelos tribunais portugueses.

3.2. Violação de deveres legais ou contratuais dos administradores

O art. 72.º, 1, responsabiliza os administradores pela «preterição dos deveres legais ou contratuais»^{73/74}. Sabemos que a lei não oferece o catálogo dos deveres que, em cada situação, em cada decisão, devem ser observados pelos administradores. Seria, aliás, contraproducente que o fizesse, porque limitaria a inovação e o arrojo necessários à administração das sociedades.

O CSC prevê alguns deveres legais *específicos*. É dever dos administradores não ultrapassar o objeto social (art. 6.º, 4), não distribuir aos sócios bens sociais não distribuíveis ou (em regra) sem autorização (dada, em princípio, por deliberação dos sócios) – arts. 31.º, 1, 2, 4, 32.º, 33.º, 1, 2 e 3⁷⁵; prontamente convocar ou requerer a convocação da assembleia geral em caso de perda de metade do capital social, a fim de os sócios tomarem as medidas julgadas convenientes (art. 35.º); não exercer por conta própria ou alheia, sem consentimento da sociedade, atividade concorrente com a dela (arts. 254.º, 398.º, 3, 5, 428.º); promover a realização das entradas em dinheiro diferidas (arts. 203.º, s., 285.º-286.º)⁷⁶; não adquirir para a sociedade, em certas circunstâncias, ações ou quotas dela

⁷³ Seguimos de perto o que escrevemos em J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 837, ss.. Sobre o «dever de legalidade» dos administradores, v. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, «O dever de legalidade: um novo (e não escrito?) dever fundamental», DSR, 4 (2012), p. 65, ss.; MARIA ELISABETE RAMOS, «Práticas restritivas...», cit., p. 107, ss.

⁷⁴ ADELAIDE MENEZES LEITÃO, «Responsabilidade dos administradores para com a sociedade e os credores sociais por violação de normas de proteção», RDS, 1 (2009), p. 664, considera que o art. 72.º, 1, «possui no sistema de responsabilidade civil dos administradores um papel equiparável ao artigo 483.º/1, 2.ª parte, do CC». Na verdade, segundo esta A. o art. 72.º, 1, não contém apenas a previsão geral de responsabilidade obrigacional dos administradores, mas abarca também a responsabilidade delitual por violação de normas de proteção da sociedade (ob. cit., p. 678, 679). Deste modo, a A. considera a p. 673 que o «modelo da responsabilidade dos administradores perante os credores sociais encontra-se imbricado no modelo de responsabilidade perante a sociedade».

⁷⁵ V. tb. art. 514.º.

⁷⁶ V. tb. art. 509.º.

próprias (arts. 316.º, 319.º, 2, 323.º, 4, 325.º, 2, 220.º)⁷⁷; não executar deliberações nulas do órgão de administração (arts. 412.º, 4, 433.º, 1).

Fora do CSC encontramos também deveres específicos. Visando, ora especialmente os administradores, ora as pessoas em geral. Exemplo da primeira situação é o dever de os administradores requererem a declaração de insolvência da sociedade em certas circunstâncias (arts. 18.º e 19.º do CIRE). Exemplos da segunda são os deveres decorrentes de normas jurídico-penais, *v.g.* das constantes nos arts. 203.º, 204.º, 205.º e 212.º do CP (furto, abuso de confiança, dano): os administradores que cometam algum destes crimes contra a propriedade da sociedade sujeitam-se não apenas a responsabilidade penal, mas também a responsabilidade civil para com a sociedade.

Disposições há que impõem deveres a administradores de sociedades que operam em determinado setor de atividade económica. Pense-se, por exemplo, nos deveres de conduta previstos no art. 74.º do RGICSF⁷⁸, o dever de segredo previsto no art. 78.º do mesmo diploma ou nas proibições previstas para evitar decisões tomadas em situação de conflito de interesses (arts. 85.º e 86.º do RGICSF)⁷⁹.

Observa-se que, em matéria de responsabilidade civil para com a sociedade, os tribunais superiores⁸⁰ têm sido chamados a dirimir litígios causados pela violação dos *deveres de lealdade*⁸¹. O Ac. do Supremo Tribunal de Justiça de 31.3.2011 (Relator: Serra Baptista) condena o gerente-Réu a indemnizar a sociedade por violação do *dever de não concorrência*. O Gerente demandado, «além de sócio, foi gerente das AA. e exerceu efetivamente as funções inerentes a esse cargo desde 1984 até 1 de Janeiro de 1996». Data em que renunciou à gerência das AA. e em que começa a exercer funções como gerente da sociedade concorrente EE, Lda.

Acontece que, segundo o Acórdão, «Em finais de 1995 o R. CC obteve, nos serviços administrativos da Autora AA, a lista interna dos nomes,

⁷⁷ V. tb. art. 510.º.

⁷⁸ Sobre este preceito e Basileia III, v. HUGO MOREDO SANTOS/ORLANDO VOGLER GUINÉ, «Deveres fiduciários dos administradores: algumas considerações (passado, presente e futuro)», *RDS*, 5 (2013), p. 701, s.

⁷⁹ Para a análise de alguns destes deveres, v. JORGE A. NUNES LOPES, «Responsabilidade civil...», *cit.*, p. 204.

⁸⁰ Todos os acórdãos referidos foram colhidos em www.dgsi.pt.

⁸¹ Sobre estes v. J. M. COUTINHO DE ABREU, «Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social», *Reforma do Código das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 15, ss.; *Responsabilidade civil...*, *cit.*, p. 25, ss.; MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, *cit.*, p. 114, ss.; RICARDO COSTA, «Artigo 64.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. I, Coimbra: Almedina, 2010, p. 742, ss..

moradas, profissões e categorias profissionais e mapa de remunerações dos empregados da mencionada autora (...) Essas informações foram utilizadas por empresa concorrente com actividade no mesmo ramo das autoras, a “EE, Lda.”».

Segundo este Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, o réu, pelo menos desde o Verão de 1995, e enquanto gerente das AA⁸² «foi preparando a constituição e funcionamento da empresa com atividade concorrente (...) utilizando conhecimentos relativos a clientes e preços que lhe advinham das suas funções, obtendo, por via destas, a lista interna de nomes, moradas, profissões, categorias profissionais e remunerações dos empregados das autoras, convidando empregados para deixarem o serviço das autoras, passando a prestá-lo à sociedade constituída pelo gerente das AA.».

Pode questionar-se se os factos dados como provados configuram uma violação do dever de concorrência por parte do gerente demandado: a) a sociedade EE, Lda é constituída em 14.6.1995; b) o gerente renuncia à gerência das sociedades AA. no dia 1 de janeiro de 1996; c) nesse mesmo dia inicia funções de gerência na sociedade EE, Lda.; d) A sociedade EE, Lda é que tinha objeto concorrente com a das sociedades AA.; e) enquanto manteve a qualidade de gerente das AA, o gerente demandado não era sócio nem gerente da EE, Lda.

Parece-me que não restam dúvidas que os factos provados mostram que o gerente demandado *violou o dever de lealdade* para com as AA. porque «utilizou em benefício próprio (...) informações da sociedade»⁸³. Não pode o administrador «utilizar informação reservada da sociedade (respeitante a processos de produção, projetos de investimento, clientes, etc.) para, por exemplo, dela “abusar” (...) ou aproveitá-la em empresa que tenciona constituir»⁸⁴. Parece ter sido este o caso decidido pelo Acórdão do STJ.

Na argumentação, o Supremo Tribunal de Justiça considera «desnecessário autonomizar o dever de lealdade pelo qual a empresa também deve ser dirigida de modo a prosseguir ou ter em vista o interesse da sociedade, sendo o mesmo uma das facetas do dever geral de diligência na gestão». Ora, como reconhece o Acórdão em nota de rodapé, atualmente o dever

⁸² Segundo o Acórdão do STJ, «As AA são empresas associadas, cujo capital social se encontra distribuído pelos mesmos sócios e precisamente na mesma proporção, com gerentes comuns».

⁸³ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, «Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social», *Reformas do Código das Sociedades*, Coimbra: IDET/Almedina, 2007, p. 29.

⁸⁴ J. M. COUTINHO DE ABREU, «Deveres de cuidado...», cit., p. 29.

de lealdade está autonomizado no art. 64.º, 1, b), do CSC⁸⁵. Mas já antes da Reforma de 2006 (que, entre outros aspetos, introduziu alterações ao art. 64.º), alguma doutrina defendeu que da versão originária do art. 64.º do CSC era possível retirar a distinção entre dever de cuidado ou diligência em sentido estrito e dever de lealdade⁸⁶.

Acresce que o atual regime do CSC não só autonomiza formalmente deveres de cuidado de deveres de lealdade (art. 64.º, 1, a) e b), do CSC) como lhes assinala *conteúdos* e regime distintos. Veja-se que o art. 72.º, 2, não é aplicado em situação de conflitos de interesses (que prefiguram a violação do dever de lealdade). Parece, pois, que a legislação portuguesa trata mais severamente a *violação dos deveres de lealdade* do que dos deveres de cuidado⁸⁷. Na verdade, são diferentes os incentivos ao incumprimento dos deveres de cuidado e de lealdade. Argumenta-se que a preocupação fundamental de qualquer sistema de responsabilidade civil dos administradores há-de ser a violação do dever de lealdade porque é esta que rende mais ganhos aos infratores⁸⁸. De modo diverso, com a violação do dever de cuidado, o administrador poupa atenção, disponibilidade, mas não obtém um rendimento patrimonial direto. Acontece que a violação do dever de lealdade envolve condutas pouco visíveis, que tendem a ocorrer no fim do mandato dos administradores e a extração de benefícios ilegítimos é propiciada pelo controlo exercido pelo administrador⁸⁹.

⁸⁵ No sentido de que os deveres de cuidado e de lealdade «recortam o espaço de *(i)licitude da conduta dos administradores*», v. RICARDO COSTA, *Os administradores de facto...*, cit., p. 905. E, segundo este mesmo Autor, ob. cit., p. 910, defende que os deveres de cuidado e de lealdade aplicam-se aos administradores de facto.

⁸⁶ V. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, p. 16. No sentido de que «é a especial relação de confiança, de fidúcia, e não a boa fé, que justifica o dever de lealdade na relação de administração», v. VANDA PATRÍCIA FILIPE MAGALHÃES, «A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social», *RDS*, 1 (2009), p. 398.

⁸⁷ V. MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 176, s. O Ac. do STJ de 6.3.2014 (Relator: Lopes do Rego) considerou que os negócios celebrados, pelos administradores, em violação do dever de lealdade são violadores dos bons costumes e, por conseguinte, nulos (art. 280.º, 2, do CCiv.). Para a análise deste Acórdão, v. A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, «Doutrina das oportunidades societárias objetivas, bons costumes e dever de lealdade – Anotação a STJ 6-mar.-2014», *RDS*, 6 (2014), p. 296, ss..

⁸⁸ F. H. EASTERBROOK/ D. R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Cambridge/Massachusetts/London/Harvard: Harvard University Press, 1991, p. 103; C. PAZ-ARES, «La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo», *RdS*, 20 (2003), p. 69, ss.

⁸⁹ V. MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 173. Segundo BERNARD S. BLACK, «The principal fiduciary duties of boards of directors», disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1872746.pdf>, p. 3 (acesso em 26 dezembro 2014), «The

Ainda no universo da violação dos deveres legais gerais dos administradores, o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 28.2.2013 (Relator: Granja da Fonseca), condena o ex-gerente da sociedade-autora porque, no exercício da sua atividade como administrador, vendeu a uma sociedade de que também era gerente parte do património da sociedade-autora. Quando cessou a gerência da sociedade-autora, a sede desta estava fechada e o respetivo património completamente delapidado.

Perante a factualidade apurada, conclui o Supremo Tribunal de Justiça que «Face ao que se deixa exposto, não oferece dúvidas que o réu violou os deveres de cuidado e de lealdade, consagrados nas alíneas a) e b) do artigo 64.º do CSC, constituindo tal violação um comportamento ilícito e culposos, já que este se presume, como dissemos, sem que o réu tenha logrado ilidir a culpa. Sendo a conduta do réu ilícita, porque ética e juridicamente censurável, faz impender sobre o seu património próprio a responsabilidade pelos danos derivados da sua actuação que foram causados no património societário (artigo 563.º do CC)».

Interessante é observar que este acórdão parece considerar, como considera parte da doutrina portuguesa⁹⁰, que o art. 64.º é *fonte autónoma* de responsabilidade civil dos administradores⁹¹.

most important fiduciary duty is the duty of loyalty» e que a forma mais simples de cumprir este dever é abster-se de atuar em conflito de interesses.

⁹⁰ V. J. SOARES DA SILVA, «Responsabilidade civil dos administradores de sociedades: os deveres gerais e os princípios de corporate governance», ROA, 1997, p. 605; MARIA ELISABETE RAMOS, *Responsabilidade civil dos administradores e diretores...*, cit., p. 87, ss; TÂNIA MEIRELES DA CUNHA, *Da responsabilidade dos gestores de sociedades perante os credores sociais: a culpa nas responsabilidades civil e tributária*, Coimbra: Almedina, 2004, p. 43, s.; M. A. CARNEIRO DA FRADA, *Direito civil – responsabilidade civil*, 1993, Coimbra: Almedina, 2006, p. 119; J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 17. Também RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 917, defende que, na versão original do art. 64.º do CSC, era relevante para efeitos de ilicitude e de culpa.

⁹¹ A. MENEZES CORDEIRO, *Da responsabilidade...*, cit., p. 497, escreve que o art. 64.º do CSC (versão originária) deve, caso a caso, ser conjugado com outros preceitos, de modo a permitir a obtenção de normas úteis. Só por si, o artigo 64.º não é susceptível de violação e, daí, de ser tomado como fonte de obrigações de indemnizar». Em sentido semelhante, v. FILIPE VAZ PINTO/MARCOS KEEL PEREIRA, «A responsabilidade civil dos administradores de sociedades comerciais», Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Working Paper n.º 5, 2001, disponível em www.fd.unl.pt; p. 12, ss; ANA MICAELA PEDROSA AUGUSTO, «*Insider trading*: perspectiva sobre o enquadramento jurídico-societário no ordenamento português», OD, 2004, p. 1027. ADELAIDE MENEZES LEITÃO, «Responsabilidade...», cit., p. 660, defende que a norma do art. 64.º, 1, «apresenta-se como uma disposição incompleta». Para o «estado da arte» da doutrina portuguesa sobre o dever de diligência, v. PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas*, Coimbra: Almedina, 2001, p. 441, ss..

O Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 28.4.2009 (Relator: Moreira Alves) proferiu a condenação do Presidente do Conselho de Administração de uma sociedade anónima (confirmando o Acórdão do Tribunal da Relação que houvera condenado este réu a pagar à A. a quantia de 24.854.20€ (14.854.20+10.000.00€), acrescida dos juros de mora desde a citação até integral pagamento) com fundamento na violação grosseira das normas relativas ao cumprimento dos créditos. O não cumprimento da obrigação no domicílio da credora, como determina o art. 774.º do CCiv., determinou um prejuízo à sociedade-autora que teve de pagar duas vezes a mesma dívida. Na verdade, o administrador demandado, em representação da sociedade-autora, depositou o montante devido por esta última a uma acionista em conta bancária que era titulada pela credora e pelo seu marido. Acontece que no próprio dia do depósito, o marido «transferiu o dinheiro depositado para amortizar um financiamento que lhe fora concedido pelo banco, assim privando a verdadeira credora da prestação que só a ela era devida». Em seguida, a credora da sociedade, «porque nada recebeu da indemnização a que pessoalmente tinha direito, veio executar a A., na sequência do que foi penhorado o seu único bem imóvel, razão por que a A. para evitar a respectiva venda em hasta pública, acabou por deliberar pagar à credora a indemnização que o 1.º R. [administrador demandado] pagou mal, assim ficando prejudicada».

O que este acórdão mostra é que a violação por parte do administrador das *normas legais relativas ao lugar de cumprimento das obrigações* – normas essas que vinculam diretamente a sociedade-devedora e não o administrador – determinaram um prejuízo à sociedade-devedora (e Autora neste processo de responsabilidade civil de administradores)⁹². O que levanta a questão de saber se os administradores estão vinculados a observar o dever de atuar em conformidade à lei. No entanto, o Acórdão do STJ, embora condene o administrador a indemnizar a sociedade pelos danos provocados pela negligente violação das regras sobre o cumprimento das obrigações – não analisa a questão dos efeitos da violação do dever de legalidade por parte do administrador. Ora esta é uma questão discutida na doutrina europeia e na doutrina portuguesa⁹³.

⁹² Veja-se MARIA ELISABETE RAMOS, «Práticas restritivas...», cit., p. 107, ss.

⁹³ Sobre este dever na doutrina europeia e na doutrina portuguesa, v. MARIA ELISABETE RAMOS, «Práticas restritivas...», cit., p. 105, ss.

3.3. Normas legais ou contratuais destinadas a proteger os credores da sociedade

O art. 78.º, 1, consagra a *responsabilidade direta* dos administradores para com os credores sociais⁹⁴. A ilicitude, no âmbito desta disposição, compreende, não a violação de todo e qualquer dever impendendo sobre os administradores, mas tão-só dos deveres prescritos em «disposições legais ou contratuais»⁹⁵ de proteção dos credores sociais⁹⁶. O CSC não identifica, nem sequer de modo exemplificativo, que normas podem ser qualificadas como disposições de proteção dos credores sociais. Por conseguinte, cabe à doutrina⁹⁷ e à jurisprudência a tarefa de densificar esta cláusula geral delimitadora da ilicitude relevante para efeitos da responsabilidade civil dos administradores para com os credores da sociedade.

No Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 12.1.2012 (Relator: Álvaro Rodrigues) é julgada uma ação intentada por um credor da «Samsung (Portugal) produtos eletromecânicos-S.A.» (daqui em diante SPEM) contra um dos administradores desta mesma sociedade. Esta sociedade dedicava-se ao fabrico e comercialização de produtos elétricos e eletromecânicos em Portugal. O administrador-réu integrou o conselho de administração da SPEM desde 1998 até 15 de Setembro de 2000 e era responsável pela tesouraria e contabilidade⁹⁸.

Foi dado por provado que, no exercício das suas funções, o administrador-réu não cumpriu as normas legais relativas à organização da contabilidade da empresa, designadamente ocultou intencionalmente

⁹⁴ V. MARIA ELISABETE RAMOS, *Responsabilidade de administradores e diretores...*, cit., p. 138, ss.; MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 126, ss.; J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 78.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. I, Coimbra: Almedina, 2010, p. 892, ss.. Não é pacífico na doutrina portuguesa que o art. 78.º seja uma hipótese de responsabilidade civil. Segundo JORGE A. NUNES LOPES, «Responsabilidade civil...», cit., p. 217, o «art. 78.º, n.º 1, do CSC não deverá sediar-se, em primeira linha, no domínio da responsabilidade aquiliana» porque, segundo este autor, está sediado na tutela da eficácia externa do crédito (v. p. 223).

⁹⁵ As normas contratuais de que fala o preceito são normas estatutárias.

⁹⁶ J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 78.º», cit., p. 894.

⁹⁷ Veja-se o que escrevemos em J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 78.º», cit., p. 894.

⁹⁸ Para uma análise muito crítica da fundamentação convocada por este Acórdão, v. JORGE A. NUNES LOPES, «Responsabilidade civil...», cit., p. 224, nt. 110, considerando, designadamente que no caso a celebração de contratos de *forward* cabia no objeto da sociedade e acusa o Acórdão de usar «um atalho “frágil”, senão até errado».

perdas registadas pela empresa, recorrendo ao extravio de documentos contabilísticos⁹⁹.

Foi dado como provado que o administrador-réu realizou, a partir de contas bancárias da SPEM e sem o conhecimento dos demais diretores e fora do âmbito das suas funções, operações de futuros cambiais que geraram perdas para a SPEM de cerca de 60 milhões de Euros. Que deixou a SPEM sem capacidade para satisfazer as suas obrigações financeiras vencidas. A maioria das operações de natureza cambial realizadas pelo réu era estranha à atividade comercial prosseguida pela SPEM, e independente de qualquer transação real desta. Estas operações realizadas pelo réu geraram na SPEM um prejuízo de cerca de sessenta milhões de Euros.

Perante tal factualidade, o Acórdão do STJ manifesta o juízo de que o administrador-réu desrespeitou o preceituado no art. 6.º, n.ºs 1 e 4, de onde decorre a limitação da atividade social ao fim prosseguido pela sociedade, impondo aos órgãos sociais a obrigação de limitarem a atividade social ao objeto da sociedade¹⁰⁰. Além disso, o administrador-réu também desrespeitou regras atinentes à organização da contabilidade da empresa, atividade pela qual era o responsável direto, tentando ocultar de outros responsáveis da sociedade, ao menos temporariamente, as operações cambiais que foi realizando. E, em consequência, condenou o administrador a pagar ao Autor (credor da sociedade) um milhão de euros, acrescidos de juros de mora, à taxa legal.

No mesmo processo, o Tribunal da Relação de Lisboa considerou que «as normas que regulam a escrita e, em particular a apresentação de contas da sociedade, não visam proteger apenas os interesses da sociedade, destinando-se também aos terceiros em geral, que possam estar, ou vir a estar em relação negocial com a sociedade, incluindo, designadamente, os credores sociais».

⁹⁹ Sobre os diversos regimes jurídico-contabilísticos em vigor em Portugal, v. ANA MARIA RODRIGUES, RUI PEREIRA DIAS, «Comentário geral aos arts. 65.º a 70.º-A», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. I, Coimbra: Almedina, 2010, p. 762, ss.

¹⁰⁰ JORGE A. NUNES LOPES, «Responsabilidade civil...», cit., p. 224, analisa criticamente este acórdão, considerando a «fundamentação pouco sustentada», designadamente porque considera que o Tribunal deveria ter-se valido de uma presunção de culpa do administrador (uma vez que este violou normas de proteção) e que as operações cambiais relatadas no acórdão não ultrapassavam o objeto social. Ora, parece-me que o art. 78.º, 1, não comporta uma presunção de culpa do administrador e recordo que o Tribunal deu como provado que a maioria das operações cambiais não tinham qualquer ligação com a atividade da sociedade.

Questão interessante é a de saber se as normas reguladoras da contabilidade das sociedades – estamos a falar das normas jurídicas de relato financeiro ou prestação de contas – podem ser consideradas normas de proteção dos credores sociais. Ora o SNC atualmente em vigor é claro que um dos utentes das demonstrações financeiras são «mutuantes» que «estão interessados em informação que lhes permita determinar se os seus empréstimos, e os juros que a eles respeitam, serão pagos quando vencidos»¹⁰¹. A circunstância de a norma violada proteger interesses coletivos (nomeadamente o interesse de terceiros em geral) não obsta, em si mesma, a que seja considerada norma de proteção, desde que não deixe de intencionar a proteção dos credores sociais¹⁰².

Em outros arestos, o Supremo Tribunal de Justiça reiterou que o *desrespeito do objeto social* por parte do administrador configura uma conduta ilícita relevante para efeitos da responsabilização do art. 78.º, 1. No caso decidido pelo Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 10.3.2011 (Relator: Pires da Rosa), os gerentes não respeitaram o objeto social (em vez de exploração de empreendimentos turísticos e a prestação de assistência a qualquer investimento turístico ou urbano, a sociedade passou a explorar um restaurante), não cumpriram o dever de apresentar contas e também não cumpriram o dever de apresentar a sociedade à falência. O STJ considerou que se cumpriu o requisito próprio da ilicitude relevante para o art. 78.º, 1 – «a ilicitude, traduzida no incumprimento das obrigações legais que designadamente o CSComerciais impunha aos réus, como gerentes da sociedade, designadamente as que têm a ver com a elaboração e o registo das contas (que lhe permitissem ver, e deixar ver, a situação da sociedade) e manutenção do capital social como forma de garantia dos credores da sociedade)». Os gerentes foram condenados a indemnizar um credor da sociedade.

No Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação do Porto de 1.7.2014 (Relator: Rui Moreira), a sociedade-autora celebrou vários contratos com uma sociedade por quotas devedora, gerida por dois gerentes. Acontece que a sociedade devedora não cumpriu os seus compromissos contratuais com a sociedade-autora e, além disso, os gerentes da sociedade devedora decidiram o encerramento do estabelecimento desta. A sociedade-autora pede a condenação da sociedade por quotas devedora solidariamente com os dois gerentes da sociedade devedora e, ainda, a sócia única da sociedade devedora. Perante a factualidade dada como provada, o acórdão considera

¹⁰¹ Cfr. ANA MARIA RODRIGUES/RUI PEREIRA DIAS, «Comentário geral aos arts. 65.º a 70.º-A», cit., p. 765, ss.

¹⁰² J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil...», cit., p. 24.

que não se encontram preenchidos os pressupostos de que depende a aplicação do art. 78.º, 1.

O que me interessa é a caracterização genérica que este Acórdão do Tribunal da Relação do Porto faz do segmento normativo «normas destinadas a proteger credores sociais» (art. 78.º, 1, do CSC). Diz-se que «normas legais e contratuais cuja infracção pelos gerentes ou administradores de uma sociedade consubstancia a ilicitude apta a fundar a sua responsabilização pessoal perante os credores serão todas aquelas cuja inobservância (culposa) determine a insuficiência (prejudicando a conservação ou inibindo o aumento) do património social (que não apenas o capital social), para a satisfação dos respectivos créditos».

Esta passagem do Acórdão do Tribunal da Relação do Porto suscita várias precisões: a) Não é violação de todo e qualquer dever resultante de norma legal que funda a ilicitude relevante para efeitos da responsabilização constante do art. 78.º, 1; só a violação de normas legais ou estatutárias destinadas a proteger os credores sociais. Há normas cuja violação provoca diminuições patrimoniais e, contudo, tais normas não devem ser qualificadas como normas destinadas a proteger os credores sociais¹⁰³; b) Insuficiência patrimonial não equivale a prejudicar a conservação ou inibir o aumento do património social – podem ocorrer estas situações e não existir insuficiência patrimonial. Insuficiência patrimonial consiste no passivo superior ao ativo ou no ativo inferior ao passivo; c) O capital social nominal é uma cifra estável inscrita no ato constituinte da sociedade (em atos ulteriores de alteração do ato constituinte) e, portanto, seja qual for a consistência ou as variações sofridas pelo património social, o capital social (nominal) mantém-se inalterado até ao momento em que seja objeto de alteração estatutária¹⁰⁴.

3.4. Remissão para os «termos gerais»

O art. 79.º do CSC cura da responsabilidade civil (direta) dos administradores para com sócios e terceiros¹⁰⁵.

¹⁰³ Considere-se, por exemplo, a violação do art. 64.º, 1, b), que pode provocar consideráveis danos à sociedade e, contudo, não deve ser considerada norma de proteção dos credores sociais. Neste sentido, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, vol. II. *Das sociedades*, 5.ª ed., Coimbra: Almedina, 2015, p. 279.

¹⁰⁴ V. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Do capital social. Noção, princípios e funções*, 2.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 32; ID, *Variações sobre o capital social*, Coimbra: Almedina, 2009, p. 34, ss..

¹⁰⁵ Acompanhamos de perto o que escrevemos em J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA

A menção do art. 79.º do CSC aos «sócios», como sujeitos dotados de legitimidade processual, refere os «sócios» enquanto tais, *enquanto titulares de participação social* (conjunto unitário de direitos e obrigações atuais e potenciais referido a uma sociedade)¹⁰⁶, não enquanto terceiros, titulares de direitos de crédito ou reais derivados de negócios jurídicos celebrados entre a sociedade e eles (numa posição identicamente ocupável por não-sócios)¹⁰⁷. «Terceiros» são os sujeitos que não são a sociedade, nem os administradores ou os sócios (enquanto tais) dela: *v.g.*, trabalhadores da sociedade, fornecedores, clientes, credores sociais (que não beneficiem do art. 78.º), sócios enquanto terceiros, Estado¹⁰⁸.

Para os efeitos do art. 79.º, 1, *são diferentes muitos dos factos constituintes da responsabilidade dos administradores para com uns e outros*¹⁰⁹. Pelos danos diretamente causados a sócios ou terceiros, os administradores respondem «nos termos gerais» (art. 79.º, 1, CSC). Esta remissão para os *termos gerais* tem sido entendida como visando os arts. 483.º e s. do CCiv.¹¹⁰. A conduta será *ilícita* quando os administradores violam: *a)* direitos absolutos de sócios ou de terceiros, *b)* normas legais de protecção de uns ou de outros, *c)* certos deveres jurídicos específicos¹¹¹.

ELISABETE RAMOS, «Artigo 79.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, 2010, p. 904, ss..

¹⁰⁶ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., p. 195, ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das ações – sobre o arts. 328.º e 329.º do CSC*, Coimbra: Almedina, 2006, p. 77.

¹⁰⁷ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 83.

¹⁰⁸ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 83-84.

¹⁰⁹ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, cit., p. 84.

¹¹⁰ À luz do DL 49 381, RAÚL VENTURA/BRITO CORREIA, «Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes das sociedades por quotas», *BMJ*, 194 (1970), p. 61, PINTO FURTADO, *Das sociedades em especial*, t. 1, *Artigos 151.º a 178.º*, Coimbra: Almedina, 1986, p. 173; na vigência do art. 79.º do CSC, DUARTE RODRIGUES, *A administração das sociedades por quotas e anónimas – Organização e estatuto dos administradores*, Petrony, Lisboa, 1990, p. 226; MENEZES CORDEIRO, *Da responsabilidade civil...*, cit., p. 496, CAETANO NUNES, *Responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas*, Coimbra: Almedina, 2001, p. 37; J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil...», cit., p. 30; TÂNIA CUNHA, *Da responsabilidade dos gestores de sociedades...* cit., 2.ª ed., p. 61. Com entendimento diferente, v. NUNO PINTO OLIVEIRA, «Uma proposta de coordenação entre os arts. 78.º e 79.º do Código das Sociedades Comerciais», *DSR*, 5 (2013), p. 84, para quem o art. 79.º, n.º 1, quer abranger todos os casos de responsabilidade civil extracontratual «pela violação dos deveres gerais ou genéricos». Em direito societário, os deveres (legais) gerais são os deveres de cuidado e de lealdade (art. 64.º) e estes são devidos à sociedade. E, por isso, a sua violação não funda a responsabilidade dos administradores perante sócios e terceiros.

¹¹¹ V. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 79.º», cit., p. 904, ss..

O Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 23.5.2002 (Relator: Abel Freire) decide um caso em que o Autor (sócio da sociedade trespassante) vem demandar os administradores da sociedade trespassante com fundamento no art. 79.º, 1. A factualidade dada como provada mostra que o negócio de trespassse (é assim caracterizado pelo Acórdão, embora se diga expressamente «trespasse de instalações» e não trespasse de estabelecimento) foi decidido unanimemente pelos três membros do conselho de administração da sociedade trespassante. A assembleia geral da sociedade trespassária também deliberou o negócio de trespassse, sendo que os administradores da sociedade trespassante eram sócios da sociedade trespassária e votaram, também aqui, favoravelmente o negócio. As duas reuniões tiveram lugar no mesmo dia. Ficou provado também que a escritura pública de trespassse foi outorgada pelo sócio-gerente da sociedade trespassária que é também acionista da trespassante e, na data da prolação do acórdão, seu administrador.

Concluiu este acórdão que «o trespassse do estabelecimento efectuado pelos administradores, em representação da sociedade da primeira para a segunda ré, que causou prejuízos ao autor, como foi dado como provado, é um acto incluído na relação entre a sociedade e os administradores e não causou directamente prejuízos ao autor. Ora, o que o artigo 79 tem em vista são os danos causados directamente pelo gerente aos sócios ou a terceiros de forma delituosa ou em violação duma obrigação e não aqueles outros danos que resultam duma gestão que os prejudique». O Ac. do Supremo Tribunal de Justiça negou a revista.

O Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 14.2.2013 (Relatora: Ana Paula Boularot) lida com um caso em que contra a gerente da sociedade M, Lda são propostas duas ações de responsabilidade civil: a ação *ut universi*, proposta pela sociedade ao abrigo dos arts. 72.º e 75.º do CSC e outra proposta pela Sócia S, ao abrigo do art. 79.º. É pedido que a gerente da sociedade M, Lda seja condenada no pagamento de indemnização à sociedade por si outrora gerida, ao abrigo do art. 72.º do CSC, e além disso, seja condenada no pagamento de uma indemnização à Sócia Autora, ao abrigo do art. 79.º do CSC.

O Supremo Tribunal de Justiça deu como provado que a gerente-Ré violou os deveres de diligência e de lealdade, a que se refere o art. 64.º, porque, e de modo sintético, usou bens da sociedade (designadamente, as contas bancárias da sociedade), em seu benefício próprio, pagando despesas pessoais com dinheiros da sociedade. Também deu por provado que a sócia-Autora teve prejuízos avultados. E, por conseguinte, conclui: «da base instrutória (...) decorre a responsabilidade da Ré para com a Autora S, a ressarcir nos termos do disposto no artigo 79.º, n.º 1 do CSComer-

ciais, já que os danos que esta veio a sofrer, ali plasmados, foram devidos à actuação negligente e culposa daquela, a qual causou a «falência» técnica da Autora sociedade, nela «arrastando» a Autora que se viu impedida de recuperar o investimento feito, para além de ter tido de efectuar desembolsos adicionais por via do encerramento do estabelecimento/loja que a sociedade tinha no centro comercial Dolce Vita».

Tendo em conta a factualidade dada como provada, levanta dúvidas a condenação da gerente-Ré a indemnizar a sócia. E, por duas razões fundamentais: a) a factualidade provada não revela que o comportamento ilícito seja relevante para efeitos da responsabilização prevista pelo art. 79.º, 1; b) a norma do art. 64.º não deve ser considerada norma de protecção dos sócios e terceiros, pese embora o seu teor literal¹¹²; c) o dano apurado foi provocado no património societário e só reflexamente atingiu o património da sócia; d) não deve ser confundido «o risco de capital ou da atividade social»¹¹³ – que corre por conta dos sócios e implica a possibilidade da perda total dos investimentos feitos – com o «risco de administração»¹¹⁴ (que corre por conta de quem gere a sociedade). Ora, o regime da responsabilidade civil para com os sócios e terceiros não deve ser usado para neutralizar ou diminuir o risco empresarial.

4. Relação de grupo e ilicitude dos administradores

Nos termos do art. 504.º, 1, os membros do órgão de administração da sociedade diretora devem adotar relativamente ao grupo, a diligência devida por lei quanto à administração da sua própria sociedade. E, por conseguinte, devem, relativamente ao grupo, respeitar os deveres de cuidado e de lealdade, previstos no art. 64.º do CSC, para onde o art. 504.º remete¹¹⁵.

¹¹² Em sentido diferente, v. ADELAIDE MENEZES LEITÃO, «Responsabilidade...», cit., p. 662, ss.

¹¹³ V. RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 956

¹¹⁴ V. RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 956.

¹¹⁵ V. MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 219, ss.. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades e deveres de lealdade – por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*, Coimbra: Almedina, 2012, p. 298, refere que o art. 504.º contém uma remissão implícita para o art. 64.º. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, «Responsabilidade nas relações de domínio», *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2014, p. 434, rejeita a aplicação analógica das normas sobre as relações de grupo por domínio total e subordinação às situações de domínio. Também A. MENEZES CORDEIRO, «A responsabilidade da sociedade com domínio total (501.º/1, do CSC)», *RDS*, 3 (2011), p. 112, pronuncia-se no sentido da «inviabilidade de um alargamento por analogia» do art. 501.º/ 1, do CSC». RUI DIAS,

Questão que esta última disposição levanta é a de saber em que consiste o *interesse do grupo* – se este corresponde a uma nova e distinta entidade (das sociedades dominantes/dominadas; diretora/subordinada) ou se se refere ao interesse das sociedades agrupadas (dominantes e dominadas)¹¹⁶. Segundo Coutinho de Abreu, os administradores da sociedade «*não devem lealdade em igual medida a todas as sociedades do grupo*. Têm de proceder a uma concordância prática de lealdades, sacrificando, se necessário ou conveniente for, interesses de uma ou outra sociedade em prol de um maior ganho de outra(s) – a final, da dominante»¹¹⁷.

Os administradores da sociedade dominante são responsáveis civilmente *para com a sociedade dominada*, nos termos dos arts. 72.º a 77.º (art. 504.º, n.º 2). De particular importância são as hipóteses de responsabilidade civil dos administradores da sociedade dominante por *falta da direção da dominada* e por *emissão de instruções ilícitas*¹¹⁸.

O direito de emitir instruções a serem observadas pela administração da sociedade dominada (arts. 503.º, 491.º)¹¹⁹ não abrange as *instruções ilícitas*. Na verdade, nos termos do art. 503.º, 2, «em caso algum serão lícitas instruções para a prática de atos que em si mesmos sejam proibidos por disposições legais não respeitantes ao funcionamento de sociedades»¹²⁰. Por consequência, as instruções emitidas pela sociedade dominante não

«Artigo 486.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, p. 82, dá voz à opinião corrente no sentido da escassez das normas reguladoras das relações de domínio, «sendo difícil descortinar o sentido atribuído pelo legislador à figura».

¹¹⁶ Sobre esta questão, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 504.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol VII, Coimbra: Almedina, 2014, p.208, ss. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades...*, cit., p. 260, nega que existam deveres de lealdade para com o grupo. SUSANA MORAIS NEVES, «Os deveres de cuidado dos administradores nos grupos verticais de sociedades», *RDS* 6 (2014), p. 256, nega que haja um interesse próprio e superior ao conjunto das diversas sociedades.

¹¹⁷ J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 504.º», cit., p. 300. Quando analisado o dever de lealdade dos administradores para com a sociedade administrada (fora, portanto, do contexto dos grupos por domínio total ou contrato de subordinação), RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 927, salienta que o dever de lealdade não admite ponderações ou escolhas entre o interesse social e o interesse do próprio ou de terceiros «– aqui é um dever absoluto».

¹¹⁸ V. J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 504.º», cit., p. 300, s.

¹¹⁹ Sobre a questão de saber se é admissível a delegação do direito de dar instruções, v. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2002, p. 722, s.

¹²⁰ Sobre o sentido da parte final do art. 503.º, 2, v. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos...*, cit., p. 734, s.; J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 503.º», *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, coord. de J. M. Coutinho de Abreu, vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, p. 284. V.

podem, por exemplo, impor que o órgão de administração desrespeite as normas jurídico-societárias relativas ao relato financeiro/prestação de contas ou que adote práticas de fraude e/ou evasão fiscal ou que, com sociedades exteriores ao grupo, mantenha acordos restritivos da concorrência¹²¹.

Os administradores da sociedade dominada têm o dever de recusar o cumprimento de instruções ilícitas emanadas pela administração da sociedade dominante/diretora. Se as instruções ilícitas forem cumpridas e forem causados danos à sociedade dominada, serão (solidariamente) responsáveis os administradores da dominada e da dominante para com a sociedade dominada (lesada).¹²²

Instruções ilícitas distinguem-se de *instruções lícitas desvantajosas* para a sociedade dominada. Nos termos do art. 503.º, 2, «podem ser dadas instruções desvantajosas para a sociedade subordinada, se tais instruções servirem os interesses da sociedade diretora ou das outras sociedades do mesmo grupo»¹²³. E, portanto, a licitude das instruções desvantajosas da dominada está condicionada à circunstância de elas serem adequadas a servir interesse da sociedade dominante ou de outras sociedades do mesmo grupo¹²⁴

Os administradores da *sociedade dominada* não são responsáveis por atos ou omissões praticados na execução de *instruções lícitas* (ainda que desvantajosas para a sociedade dominada) (art. 504.º, 3). Poder-se-á questionar a responsabilidade pelos danos causados pelo incumprimento por parte dos membros do órgão de administração da dominada de instruções lícitas. Parece que neste caso os administradores da dominada serão responsáveis pelos danos provocados pelo incumprimento de instruções lícitas¹²⁵.

Importante é também apurar se os administradores da dominante são responsáveis perante os credores, sócios e terceiros relacionados com a sociedade dominada. Coutinho de Abreu defende que, embora o art. 504.º não remeta para os arts. 78.º e 79.º do CSC, verificados os pres-

também ANA PERESTRELO OLIVEIRA, «Artigo 503.º», *Código das Sociedades Comerciais anotado*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2011, p. 1306.

¹²¹ V. também ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos...*, cit., p. 733. Sobre a interpretação do art. 3.º, 2, do RJC (que considera como uma única empresa as várias empresas que integram o grupo) e as perplexidades que este preceito suscita, J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 3.º», *Lei da Concorrência – Comentário Conimbricense*, dir. Miguel Gorjão-Henriques, Coimbra: Almedina, 2013, p. 37.

¹²² V. J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 504.º», cit., p. 301.

¹²³ O itálico não consta do texto citado. Sobre as instruções desvantajosas e o interesse do grupo, v. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos...*, cit., p. 738, s.

¹²⁴ J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 503.º», cit., p. 286, ss.

¹²⁵ V. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 504.º», cit., p. 302.

supostos legais, os administradores da dominante podem ser responsabilizados pelos credores da dominada e por terceiros relacionados com esta. Ricardo Costa reconhece aos «administradores das sociedades diretoras ou dominantes (em princípio, totalmente) em “grupos de direito” a qualidade de administradores de facto das sociedades subordinadas ou dominadas por expresso reconhecimento da lei, sem qualquer outro requisito extra para o ser e, assim, adquirir relação administrativa orgânica com as sociedades que também gerem a título legítimo nos termos da lei»¹²⁶.

5. Limites legais à responsabilidade civil dos administradores

5.1. O que diz o art. 72.º, 2, do CSC?

A nova redação do art. 72.º, n.º 2, foi influenciada pela *business judgment rule* norte-americana¹²⁷.

Embora não resulte do teor literal, o art. 72.º, n.º 2, pressupõe que os administradores tenham adotado uma *decisão empresarial*¹²⁸. Aos perfis não decisórios é *inaplicável* o art. 72.º, n.º 2. Uma segunda delimitação do âmbito de aplicação da norma do art. 72.º, n.º 2, cinge-a aos espaços de *discrecionabilidade empresarial*, em que é legítima a eleição de uma das várias alternativas¹²⁹, igualmente lícitas.

¹²⁶ RICARDO COSTA, *Os administradores...*, cit., p. 294.

¹²⁷ Cfr. CMVM, *Governo das sociedades anónimas: Propostas de alteração...*, cit., p. 19. Veja-se o que já escrevemos em E. F. PÉREZ CARRILLO/MARIA ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil e seguro...», cit., pp. 305, s; MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 158, ss.; J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 845, ss. Sobre o controlo judicial das decisões empresariais antes da reforma de 2006, v. RICARDO COSTA, «Responsabilidade dos administradores e *business judgment rule*», *Reformas do Código das Sociedades*, Coimbra: IDET/Almedina, 2007, p. 60, ss.; GABRIEL FREIRE SIMÕES RAMOS, «A *business judgement rule* e a diligência do administrador criterioso e ordenado», *RDS*, 5 (2013), p. 837, ss.

¹²⁸ O § 93 *AktG* é mais claro neste aspeto. Determina este preceito que «Não há violação do dever se o membro da direcção, em uma decisão empresarial...». Na doutrina norte-americana, C. HANSEN, «The duty of care, the business judgment rule and the American Law Institute Corporate Governance Project», *BL*, 48 (1993), p. 1356, estabelece a distinção entre «duty of care in the decision making context» e «the duty of care in the non-decision making context» e cinge a *business judgment rule* à primeira situação.

¹²⁹ A. CASTANHEIRA NEVES, *Digesta. Escritos acerca do Direito, do Pensamento Jurídico, da sua Metodologia e outros*, vol. 1.º, Coimbra: Coimbra Editora, 1995, p. 538, refletindo sobre o sentido da discrecionabilidade, escreve: «Tal é a «liberdade» (jurídica) da discrecionabilidade: a possibilidade de uma opção autónoma entre várias decisões e comportamentos igualmente válidos».

Do teor literal do art. 72.º, n.º 2, resulta que esta norma não se aplica à *violação do dever de lealdade* (a responsabilidade é excluída se, além de outros requisitos, o administrador atuou «livre de qualquer interesse pessoal») ¹³⁰. Para além disso, a *violação de deveres específicos* (legais, estatutários ou contratuais) – deveres que não conferem espaço de discricionariedade aos administradores – também não é abrangida pelo art. 72.º, n.º 2. Em síntese: o âmbito de aplicação do art. 72.º, n.º 2, deve ser cingido aos *deveres de cuidado no contexto da tomada de decisões empresariais discricionárias* ¹³¹.

Tem sido questionado se o art. 72.º, n.º 2, protege os administradores ou se, ao invés, intensifica a sua responsabilidade. O efeito protetor é negado por quem defende que o art. 72.º, n.º 2, incorpora uma «presunção de ilicitude» ¹³² e mitigado por quem sustenta que esta disposição prevê uma causa de exclusão da ilicitude que sobrecarrega o administrador com exigentes ónus probatórios ¹³³. Um dos argumentos invocados refere que esta norma foi introduzida para facilitar a responsabilização dos administradores e combater o défice de ações de responsabilidade ¹³⁴.

Parece-nos que o art. 72.º, n.º 2, não afasta o ónus que a sociedade tem de alegar e de provar factos constitutivos da ilicitude, do dano e do nexo de causalidade, referidos no art. 72.º, n.º 1 ¹³⁵. Ao administrador demandado caberá provar, ao abrigo do art. 72.º, n.º 2, que foram observadas as três condições aí referidas. Ou seja, deverá provar que: a) actuou em termos

¹³⁰ Em sentido diferente, v. ADELAIDE MENEZES LEITÃO, «Responsabilidade...», cit., p. 670, para quem «o business judgment rule aplica-se quer aos deveres de cuidado, quer aos de lealdade», porquanto reconduz a *business judgment rule* à causalidade, «funcionando de forma paralela à relevância negativa da causa virtual».

¹³¹ Neste sentido, na doutrina portuguesa, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil...*, p. 38; R. COSTA, «Responsabilidade dos administradores...», cit., p. 66, ss..

¹³² Neste sentido, v. P. PAIS DE VASCONCELOS, *D&O Insurance: o seguro de responsabilidade civil dos administradores e outros dirigentes da sociedade anónima*, Coimbra: Almedina, 2007, pp. 38, ss.; ID., «Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais», *DSR*, 1 (2009/1), p. 24, ss.

¹³³ Neste sentido parece pronunciar-se M. CARNEIRO DA FRADA, «A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores», *Jornadas Sociedades Abertas, valores mobiliários e intermediação financeira*, coord. Maria de Fátima Ribeiro, Coimbra: Almedina, 2007, pp. 83, ss.

¹³⁴ Mobiliza este argumento P. PAIS DE VASCONCELOS, «Responsabilidade civil...», cit., p. 23.

¹³⁵ Também neste sentido, R. COSTA, *Responsabilidade dos administradores...*, cit., p. 73. J. CALVÃO DA SILVA, «Responsabilidade civil dos administradores não executivos, da comissão de auditoria e do conselho geral e de supervisão», *Reforma do Código das Sociedades Comerciais. Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 144, afirma que o legislador português fez «recair sobre os gestores e supervisores a demonstração de que a decisão empresarial» foi tomada no respeito dos três requisitos previstos no art. 72.º, n.º 2.

informados; b) livre de qualquer interesse pessoal; e c) segundo critérios de racionalidade empresarial. Se esta prova for bem-sucedida, parece ser de considerar que o administrador neutraliza os indícios de *ilicitude e de culpa*¹³⁶ (ainda que o resultado tenha sido danoso para a sociedade). O que diz a regra do art. 72.º, n.º 2, quanto às *decisões empresariais discricionárias*, é que estas são escrutinadas *ex post* não pelo cânone da razoabilidade, mas sim pelo critério mais *benevolente da irracionalidade*¹³⁷.

De modo a conseguir que a parte final do art. 72.º, n.º 2, ainda seja compatível com um espaço de discricionariedade dos administradores, foi proposto que ela seja «interpretada restritivo-teleologicamente (...)». Assim, bastará ao administrador, para ficar isento de responsabilidade, que (contra)prove *não ter actuado de modo “irracional” (incompreensivelmente, sem qualquer explicação coerente)*»¹³⁸.

Jurisprudência recente considerou que o art. 72.º, 2, do CSC configura uma *causa de exclusão de ilicitude*. No Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 31.1.2013 (Relatora: Ondina Carmo Alves) foi proferida a condenação do administrador-réu («solidariamente com a 1.ª ré que era sociedade que detinha 100% do capital social da sociedade-autora) no pagamento à autora da indemnização.

Ficaram provados os seguintes factos: a) sociedade-autora tinha por objeto a administração de valores mobiliários e a colocação, por conta alheia, de valores mobiliários; b) entre 2001 e 2004, a sociedade-autora, por intermédio e ordem do réu/apelante, com preterição de vários deveres legais e contratuais: i) exerceu atividade não autorizada e a promoção de produtos financeiros; ii) adquiriu produtos financeiros por conta de entidades com quem não foi estabelecido qualquer contrato de mandato; iii)

¹³⁶ Neste sentido, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade...*, p. 43; R. COSTA, *Responsabilidade dos administradores*, cit., p. 75, ss. M. CARNEIRO DA FRADA, *A business judgment rule...*, cit., p. 89, ss., situa o art. 72.º, n.º 2, no contexto da ilicitude. J. CALVÃO DA SILVA, «“Corporate governance” – Responsabilidade civil de administradores não executivos, da comissão de auditoria e do conselho geral e de supervisão», *RLJ*, 136 (2006-2007), p. 57, defende que «não devendo aplicar-se na apreciação da antijuridicidade, a *business judgment rule* se relaciona em permanente e subtil tensão com o dever de cuidado e diligência, e não com a ilicitude enquanto pressuposto da responsabilidade civil distinto e autónomo da culpa». O «Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law» recomenda que seja reconhecida a primazia do interesse do grupo. Sobre este relatório e as suas recomendações, J. ENGRÁCIA ANTUNES, «Novos rumos do direito societário europeu – O “Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law”», em *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2012, p. 347, ss..

¹³⁷ Neste sentido, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade...*, cit., p. 45, s.

¹³⁸ J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade...*, cit., pp. 45, s.; R. COSTA, *Responsabilidade dos administradores...*, cit., pp. 83, ss..

não cuidou da documentação comprovativa da aquisição de valores mobiliários por conta de clientes, bem como do seu registo, titularidade ou depósito; *iv*) não dispunha de elementos demonstrativos do cumprimento das obrigações estabelecidas em matéria de prevenção de branqueamento de capitais, nomeadamente, do dever de identificação, da implementação dos mecanismos de controlo interno. Foi dado como provado que o Réu-administrador violou o exposto no artigo 76.º do Decreto-Lei n.º 298/92 de 31 de Dezembro – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras – na redação vigente à data dos factos, omitindo o dever de zelar, quer pelo interesse da sociedade de que era administrador, quer pelo interesse dos respetivos clientes da autora.

Também ficou provado que na prestação de serviços de consultadoria financeira a que a autora também se dedicava, foram efetuadas transferências de quantias para contas não relevadas contabilisticamente e que apenas uma parte dessas quantias foram transferidas para uma conta relevada contabilisticamente da autora, por ordem do réu/apelante.

Tais atuações do réu/apelante revelam culpa, violação reiterada e ostensiva das regras de gestão de carteiras, negligência na omissão da necessária análise cuidada dos riscos e segurança dos ativos em causa, imprudência nas operações efetuadas, com prejuízo dos clientes da autora. Tais atuações que foram causadoras de avultados prejuízos.

Lateralmente, o Acórdão invoca o disposto no art. 72.º, 2. O Supremo Tribunal de Justiça considera que este preceito integra uma «causa de exclusão de ilicitude», mas nega a sua aplicação no caso concreto, pois «nenhuma das ali mencionadas causas de exclusão da ilicitude logrou o réu fazer prova, antes pelo contrário».

Na verdade, dos factos dados como provados pode retirar-se que não se encontram preenchidos os requisitos de que depende a aplicação do art. 72.º, 2, e a consequente exclusão da responsabilidade do administrador-réu. Não restam dúvidas de que foram tomadas decisões empresariais; mas também não restam dúvidas de que houve violação de lei e de que também houve violação do dever de lealdade.

5.2. Deliberação dos sócios

O art. 72.º, 5, determina que «a responsabilidade dos gerentes ou administradores para com a sociedade não tem lugar quando o ato ou omissão assente em deliberação dos sócios, ainda que anulável»¹³⁹.

¹³⁹ Sobre esta norma, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança...*, cit., p. 59; J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 848.

O Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 3.2.2009 (Relator: Paulo Sá) proferiu a condenação dos gerentes da «EE, Combustíveis de Setúbal, Lda» a pagar à sociedade 185 000 0000 escudos, numa ação proposta ao abrigo do art. 77.º.

Segundo a factualidade dada como provada, os gerentes-réus, em representação da sociedade, venderam um prédio de que esta era dona por 20 000.000 escudos a uma sociedade com sede em Gibraltar a que os mesmos gerentes-réus estavam ligados. A sociedade adquirente revendeu o mesmo prédio por 160 000 000 escudos. A venda do imóvel em causa foi deliberada pelos sócios da sociedade autora. Os gerentes-réus omitiram informação relevante aos sócios, porque não revelaram que a Câmara Municipal de Setúbal viabilizou a urbanização da parcela que foi vendida. Acresce que um dos gerentes estava relacionado com a sociedade LL Trading a quem foi vendida a parcela de terreno por valor inferior ao que o imóvel valia no mercado.

Além disso, foi dado como provado que os Réus, dos 100 000 000 de escudos recebidos da Petrogal (a título de transação com que pôs termo a um litígio judicial entre a sociedade e a Petrogal), entregaram tão-só 25 000 nos cofres da sociedade.

Em sua defesa, os gerentes-Réus invocaram que atuaram com base em deliberação de assembleia geral (atualmente, art. 72.º, 5, do CSC). No entanto, esta defesa mostrou-se improcedente. O Acórdão concluiu que «a venda realizada por apenas 20 000 000 escudos e muito abaixo do valor real da propriedade não estava seguramente autorizada pelos sócios, nesses moldes, ao abrigo da deliberação social referida».

O art. 72.º, 5, desresponsabiliza os administradores quando a atuação destes assente em deliberação dos sócios, ainda que anulável. No entanto, esta causa de desresponsabilização deve ser *entendida restritivamente*¹⁴⁰. Designadamente, não poderão ser desresponsabilizados os administradores quando as deliberações prejudiciais para a sociedade foram por eles indevidamente determinadas ou condicionadas – será o caso em que os administradores não informaram completamente os sócios sobre os seus interesses no negócio¹⁴¹. Parece ser esta a situação que causou o litígio dirimido pelo Supremo Tribunal de Justiça, porquanto os administradores ocultaram aos sócios a viabilização de urbanização do imóvel objeto de venda e a participação na sociedade adquirente do imóvel.

¹⁴⁰ V. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 849.

¹⁴¹ V. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Artigo 72.º», cit., p. 850.

6. Responsabilizar ou proteger os administradores?

A Reforma de 2006 do CSC introduziu alterações legislativas em matéria de responsabilidade civil dos administradores: a) renovou o art. 64.º; b) introduziu o novo art. 72.º, 2, c) baixou para 2% o capital necessário à legitimidade ativa para a ação do art. 77.º, 1, em caso de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado; d) renovou o art. 78.º; e) reformulou o art. 396.º, parecendo querer incentivar a contratação do *D&O Insurance*.

Maioritariamente foi entendido que estas medidas serviam o propósito de intensificar uma cultura de responsabilização dos administradores. No entanto, a *business judgment rule* (que influenciou o art. 72.º, 2) e o *D&O Insurance* (que, segundo a CMVM, «tem a vantagem de mitigar o risco pessoal do património do administrador, eliminando desincentivos à atração de gestores talentosos»¹⁴²) são duas figuras que na experiência norte-americana (de onde foram «importadas») servem a proteção da discricionariedade dos administradores¹⁴³.

Ouvem-se vozes que reclamam a «revisão das regras de responsabilidade civil dos administradores de modo a torná-las mais claras e menos indutoras da aversão ao risco»¹⁴⁴. Este é um aspeto sobre o qual é necessário refletir. Efetivamente, o *overcompliance*, as estratégias defensivas, as «muralhas de papel», os custos de gestão de risco, a aversão ao risco dos administradores, a gestão conservadora – enquanto estratégias destinadas a evitar a responsabilidade – tornam menos eficiente o desempenho da sociedade¹⁴⁵.

A reflexão em torno do equilíbrio do sistema de responsabilidade civil pela administração não tem feito caminho na doutrina portuguesa. Nem a reforma de 2006 impulsionou tal debate.

Posições doutrinárias recentes têm, através de caminhos muito diversos, convergido na *intensificação* da responsabilidade civil pela administração da sociedade¹⁴⁶. Enquadra-se nesta tendência: a) a interpretação doutrinal

¹⁴² CMVM, *Governo das sociedades anónimas...*, cit., p. 20.

¹⁴³ O *D&O Insurance* é visto «como modo de vencer a aversão ao risco de candidatos a gestores»: FERNANDO ARAÚJO, «Prefácio ao Livro de MAURÍCIO ANDERE VON BRUCK, *O seguro dos administradores no Brasil. D&O Insurance brasileiro*», *Revista do Instituto de Direito Brasileiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, 7 (2013), p. 6339.

¹⁴⁴ RUI PINTO DUARTE, «Reflexões de política legislativa sobre recuperação de empresas», cit., p. 350, nt. 5.

¹⁴⁵ MARIA ELISABETE RAMOS, *O seguro...*, cit., p. 173.

¹⁴⁶ Mas há também quem antecipe o aumento do número de litígios sobre o cumprimento ou não dos deveres fiduciários dos administradores e, em particular, dos adminis-

nos termos da qual o art. 72.º, 2, encerra uma «presunção de ilicitude» da atuação dos administradores¹⁴⁷; b) a afirmação de que a responsabilidade perante os credores sociais é uma «responsabilidade por culpa presumida», transpondo para o domínio jurídico-societário o resultado interpretativo jurídico-civil segundo o qual o lesado pela violação de normas de proteção beneficia de uma presunção de culpa¹⁴⁸; c) a revisão crítica do art. 79.º de modo a abranger «todos os casos de responsabilidade civil (extra-contratual) pela violação dos deveres gerais e genéricos»¹⁴⁹, incluindo no âmbito deste preceito «relações obrigacionais (em sentido amplo) sem deveres primários de prestação»¹⁵⁰, como sejam «as relações pré-contratuais, as relações pós-contratuais, as “relações de negócios” ou “relações correntes de negócios” e as relações obrigacionais com eficácia de proteção de terceiros»¹⁵¹; d) as propostas de «extensão teleológica subjetiva» e uma «extensão teleológica objetiva» do regime especial do art. 78.º, 1¹⁵².

Recentemente, o 70.º Congresso Alemão de Juristas (Secção de Direito Económico) (que teve lugar em setembro de 2014 em Hannover) debruçou-se especificamente sobre o tópico: «Reform der Organhaftung? – Materielles Haftungsrecht und seine Durchsetzung in privaten und öffentlichen Unternehmen»¹⁵³. Foram analisados quatro tópicos: a) Direito material da responsabilidade civil interna dos membros do *Vorstand* e do *Aufsichtsrat*; b) efetivação da responsabilidade civil; c) empresas reguladas; d) empresas públicas¹⁵⁴.

tradores de facto. Neste sentido, v. HUGO MOREDO SANTOS/ORLANDO VOGLER GUINÉ, «Deveres fiduciários dos administradores...», cit., p. 711.

¹⁴⁷ Pedro Pais de Vasconcelos defende este resultado interpretativo do art. 72.º, 2, mas considera-o nefasto.

¹⁴⁸ Cfr. ADELAIDE MENEZES LEITÃO, «Responsabilidade...», cit., p. 676; NUNO PINTO OLIVEIRA, «O ónus da prova de culpa no art. 78.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais», DSR, 6 (2014), p. 106. Também JORGE A. NUNES LOPES, «Responsabilidade civil...», cit., p. 219, ss., defende a inversão do ónus da prova da culpa em caso de violação de normas de proteção (embora cingindo-se à atividade especialmente «perigosa» como é a atividade exercida pelas instituições financeiras).

¹⁴⁹ Cfr. NUNO PINTO OLIVEIRA, «Uma proposta de coordenação entre os arts. 78.º e 79.º do Código das Sociedades Comerciais», DSR, 5 (2013), p. 89.

¹⁵⁰ NUNO PINTO OLIVEIRA, «Uma proposta de coordenação...», cit., p. 84.

¹⁵¹ NUNO PINTO OLIVEIRA, «Uma proposta de coordenação...», cit., p. 84.

¹⁵² NUNO PINTO OLIVEIRA, «Uma proposta de coordenação...», cit., p. 89.

¹⁵³ Cfr. http://www.djt.de/fileadmin/downloads/70/djt_70_Wirtschaftsrecht_140320.pdf (acesso em dezembro de 2014).

¹⁵⁴ Mas já antes, Holger Fleischer tinha discutido vários aspetos da responsabilidade civil dos administradores em três importantes artigos. HOLGER FLEISCHER, «Ruinöse Managerhaftung: Reaktionsmöglichkeiten de lege lata und de lege ferenda», *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2014, p. 1305, ss.. Neste artigo, o Autor reflete sobre a muito discutida questão da

Quanto ao primeiro tópico, foi rejeitada a proposta de restringir legalmente a responsabilidade aos casos de negligência grosseira, como também foi rejeitada a proposta de previsão legal de limites máximos de indemnização, em caso de atuações negligentes dos administradores. Neste Congresso foram aprovadas, entre outras, as propostas de: a) poderem ser introduzidas limitações estatutárias da responsabilidade dos administradores, desde que satisfeitos os legítimos interesses de informação; b) ser lícita a exclusão da responsabilidade por negligência leve; c) ser lícita a previsão de limites máximos (estatutários) de indemnização; d) ser excluída a franquia do *D&O Insurance*, atualmente prevista no § 93, Abs. 2, S. 3, *AktG*.

Estando a economia portuguesa inserida no mercado interno (art. 26.º do TFUE), torna-se imperioso que a nossa doutrina inicie a reflexão em torno da adequação do vigente regime jurídico da responsabilidade civil (aspetos substantivos e processuais) às condições atuais. Como vimos, os juristas da maior economia da União Europeia sentem necessidade de refletir criticamente sobre o regime substantivo da responsabilidade civil. Também em Portugal, é tempo de olhar para a «Law in books» e para a concretização que dela tem sido feita («Law in action») de modo a identificar, por um lado, os obstáculos (substantivos e processuais) a uma eficaz responsabilização dos administradores e, por outro, as medidas idóneas a preservar a discricionariedade empresarial e a mitigar os custos da aversão ao risco.

limitação de responsabilidade dos administradores e dos limites de indemnização. Em outro artigo, HOLGER FLEISCHER, «Verjährung von Organhaftungsansprüchen: Rechtspraxis – Rechtsvergleichung – Rechtspolitik», *Die Aktiengesellschaft* 2014, p. 457, ss., o Autor discute questões relacionadas com a prescrição da responsabilidade dos administradores. De acordo com o § 93, 6, *AktG* é de 10 anos o prazo de prescrição da responsabilidade dos administradores de sociedades cotadas; de cinco anos nas restantes sociedades. Por fim, HOLGER FLEISCHER, «Reformperspektiven der Organhaftung: Empfiehlt sich eine stärkere Kodifizierung von Richterrecht?», *Der Betrieb* 2014, Heft vom 28.8.2014, enfrenta a questão de saber se é necessário codificar deveres que a jurisprudência tem identificado – «legal judgment rule» ou o «reliance defence». O Autor sustenta que estas propostas não são convincentes e sugere que os § 93 *AktG* e § 43 *GmbH* sejam uniformizados de modo a contemplarem expressamente os deveres de cuidado e de lealdade.

RESUMO: O presente texto trata do valor de amortização das participações sociais, mormente nos casos de transmissão não consentida pela sociedade, exoneração, exclusão e morte de sócios. Especial atenção é dada à situação em que existe uma grande discrepância entre o valor legal e o valor que resulta do pacto social.

Palavras-chave: Valor das quotas; Valor das acções; Valor legal e valor estatutário; Discrepância de valores; Pena convencional.

ABSTRACT: This paper addresses the value of shares, mainly when they are redeemed and there is a gap between the statutory fair value and the value according to the articles of association.

Keywords: Value of shares – Redemption of shares – Fair value of shares.

EVARISTO MENDES*

Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores**

No passado mês de abril, apresentou-se no III Congresso DSR uma comunicação sobre o tema da impugnação das deliberações sociais que fixam o valor das participações sociais (entretanto substancialmente publicada sob o título «Deliberações que fixam o valor das participações sociais. Impugnação – I»). O plano da exposição compreendia diversos pontos, o quinto dos quais tem implicada a seguinte questão, de índole mais geral: *quando e em que termos pode o regime legal relativo ao valor das participações ser afastado pelos interessados?* Até onde vai, em especial, a autonomia estatutária na matéria? Existem limites à validade e à força vinculativa dos estatutos? Quais?

Ocupamo-nos neste estudo da mesma, realçando alguns dados histórico-comparativos. Quanto a estes, consideram-se sobretudo, por um lado, a discussão havida em torno do art. 25.º, § 1.º, da LSQ, por outro lado, os ordenamentos francês e alemão, que de forma mais próxima foram levados em conta pelo legislador do CSC¹. Procede-se, em primeiro lugar,

* Docente da
Faculdade de Direito da
Universidade Católica
Portuguesa (Lisboa)

** O presente texto destina-se, em versão mais completa, aos *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier*.

¹ Acerca da relevância de tais elementos, cfr. o preâmbulo do diploma legal que aprovou o CSC, n.º 3 (5.º §). Para uma análise comparativa dos direitos francês e alemão, cfr. Holger FLEISCHER/Felix JAEGER, «Gesellschaftsrechtliche Anteilsbewertung in Frankreich gemäß

a um breve enquadramento legal do problema (1). Consideram-se em seguida os ordenamentos jurídicos gaulês e germânico (2). Em terceiro lugar, procede-se a uma análise geral do direito português (3). Termina-se com o problema sensível da discrepância grave dos valores legal e estatutário (4).

1. Enquadramento legal

O art. 235.º, n.º 1, do CSC, relativo à amortização de quotas mas com um âmbito de aplicação mais vasto², determina: «1 – *Salvo estipulação contrária do contrato de sociedade* ou acordo das partes, valem as disposições seguintes: a) A contrapartida da amortização é o valor de liquidação da quota, determinado nos termos do artigo 105.º, n.º 2, com referência ao momento da deliberação; b) O pagamento da contrapartida é fracionado em duas prestações, a efetuar dentro de seis meses e um ano, respetivamente, após a fixação definitiva da contrapartida. 2 – Se a amortização recair sobre *quotas arroladas*, arrestadas, penhoradas ou incluídas em massa falida ou insolvente, a determinação e o pagamento da contrapartida obedecerão aos termos previstos nas alíneas a) e b) do número anterior, salvo se os estipulados no contrato forem menos favoráveis para a sociedade.». O art. 105.º, n.º 2, por sua vez, acrescenta: «Salvo estipulação diversa do contrato de sociedade ou acordo das partes, a contrapartida da aquisição deve ser calculada nos termos do artigo 1021.º do Código Civil, com referência ao momento da deliberação de fusão, por um revisor oficial de contas designado por mútuo acordo ou, na falta deste, por um revisor oficial de contas independente designado pela respetiva Ordem, a solicitação de qualquer dos interessados».

Estabelece, designadamente, este art. 1021.º do CC: «1. Nos casos de morte, exoneração ou exclusão de um sócio, o valor da sua quota é fixado com base no *estado da sociedade* à data em que ocorreu ou produziu efeitos o facto determinante da liquidação; se houver negócios em curso, o sócio

Art. 1843-4 Code civil – Eine Vorstudie zur Komparatistik im Recht der Unternehmensbewertung», in *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 77 (2013), p. 694-722.

² Além das referências constantes do texto, adiante, importa ter presente que a aquisição de quotas pode funcionar como alternativa à amortização (cfr., em geral, o art. 232.º, n.ºs 4 e 5) e que o regime da amortização de quotas é, em boa medida, aplicável por analogia à amortização de ações, colmatando as lacunas do art. 347.º do CSC. Na falta de indicação em contrário, as disposições indicadas sem alusão ao diploma legal a que pertencem são do CSC.

ou os herdeiros participarão nos lucros e perdas deles resultantes. 2. Na avaliação da quota observar-se-ão, com as adaptações necessárias, as regras dos n.ºs 1 a 3 do artigo 1018.º, na parte em que forem aplicáveis.³»

Assinalam-se ainda os preceitos legais que se seguem. O art. 225.º, n.º 4, relativo à *morte* de sócio, remete para este regime da amortização, quando haja cláusulas impeditivas da transmissão ⁴. O art. 241.º, respeitante à *exclusão* de sócios, depois de remeter também para o regime da amortização das quotas (n.º 2), dispõe no n.º 3 que «o *contrato de sociedade* pode fixar, para o caso de exclusão, um valor ou um critério para a determinação do valor da quota diferente do preceituado para os casos de amortização de quotas»; e o art. 242.º, n.º 4, acrescenta que, «na *falta de cláusula do contrato de sociedade* em sentido diverso, o sócio excluído por sentença tem direito ao valor da sua quota, calculado com referência à data da proposição da ação e pago nos termos prescritos para a amortização de quotas». O art. 240.º, relativo à *exoneração* de sócios, depois de estabelecer que a contrapartida a pagar ao sócio é calculada nos termos do art. 105.º, n.º 2 (n.º 5), determina no n.º 8 que «o contrato de sociedade não pode, diretamente ou pelo estabelecimento de algum critério, fixar valor inferior ao resultante do n.º 5 para os casos de exoneração previstos na lei»; e o art. 232.º, n.º 4, manda aplicar o regime da exoneração quando o pacto social atribuir ao sócio um direito à amortização da quota. Finalmente, o art. 231.º, n.º 2d), respeitante às *cessões* de quotas não consentidas, e o art. 329.º, n.º 3c), relativo às transmissões de ações igualmente não consenti-

³ O art. 1018.º estabelece: «1. Extintas as dívidas sociais, o ativo restante é destinado em primeiro lugar ao reembolso das entradas efetivamente realizadas, excetuadas as contribuições de serviços e as de uso e fruição de certos bens. 2. Se não puder ser feito o reembolso integral, o ativo existente é distribuído pelos sócios, por forma que a diferença para menos recaia em cada um deles na proporção da parte que lhe competir nas perdas da sociedade; se houver saldo depois de feito o reembolso, será repartido por eles na proporção da parte que lhes caiba nos lucros. 3. As entradas que não sejam de dinheiro são estimadas no valor que tinham à data da constituição da sociedade, se não lhes tiver sido atribuído outro no contrato.».

⁴ Concretamente, dispõe-se nele: «Salvo estipulação do contrato de sociedade em sentido diferente, à determinação e ao pagamento da contrapartida devida pelo adquirente aplicam-se as correspondentes disposições legais ou contratuais relativas à amortização, mas os efeitos da alienação da quota ficam suspensos enquanto aquela contrapartida não for paga». Cfr., igualmente, o art. 226.º, n.º 3, que, relativamente às cláusulas estatutárias estabelecidas a favor dos herdeiros, remete para este mesmo preceito.

das, referem-se ao valor real das quotas ou ações, calculado nos termos do art. 1021.º do CC⁵.⁶

2. Valor legal e cláusulas estatutárias relativas ao valor das participações. Ordenamentos jurídicos francês e alemão

2.1. Até à entrada em vigor do Decreto 2014-863, de 31 de julho de 2014 (JORF de 2 de agosto), o art. 1843-4 do **CC francês**, introduzido em 1978, dispunha: «Dans tous les cas où sont prévus la cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible». Tratava-se, segundo a jurisprudência, de um preceito «de ordem pública de proteção», aplicando-se designadamente, de forma imperativa, quando estivesse em causa a aquisição de participações fundada num poder legal ou estatutário (exoneração ou exclusão de sócios, transmissões não consentidas, etc.)⁷. Tal significa que a sua aplicação não poderia nesses casos ser afastada pelos estatutos⁸.

⁵ Lê-se no art. 231.º, n.º 2d): a cessão torna-se livre «Se a proposta [de amortização ou aquisição, a apresentar pela sociedade em caso de recusa do consentimento] não oferecer uma contrapartida em dinheiro igual ao valor resultante do negócio encarado pelo cedente, salvo se a cessão for gratuita ou a sociedade provar ter havido simulação de valor, caso em que deverá propor o *valor real da quota*, calculado nos termos previstos no artigo 1021.º do Código Civil, com referência ao momento da deliberação». O art. 329.º, n.º 3c), dispõe: o contrato de sociedade deve conter «A obrigação de a sociedade, no caso de recusar licitamente o consentimento, fazer adquirir as ações por outra pessoa nas condições de preço e pagamento do negócio para que foi solicitado o consentimento; tratando-se de transmissão a título gratuito, ou provando a sociedade que naquele negócio houve simulação de preço, a aquisição far-se-á pelo *valor real*, determinado nos termos previstos no artigo 105.º, n.º 2». Como se observou, este último preceito remete para o art. 1021 do CC.

⁶ Cfr., ainda, o art. 490.º, n.ºs 4 a 6, bem como os arts. 194.º e 196.º do CódVM, de que não nos ocupamos no presente estudo.

⁷ Cfr., p. ex., o Acórdão da Cassação (1.ª câmara civil) de 25.11.2003 (exoneração), *Revue des Sociétés* n.º 1/2004, p. 93ss (anot. de Yves CHARTIER), e o Acórdão do mesmo Tribunal (câmara comercial) de 4.12.2007, *Bulletin Joly Sociétés*, março de 2008, p. 216ss (anot. de François-Xavier LUCAS). Cfr. também o texto de um Grupo de trabalho composto por Daniel TRICOT e outros, intitulado «L'évaluation à dire d'expert prévue à l'article 1843-4 du code civil. État actuel de la jurisprudence» (atualizado com referência a fevereiro de 2013), n.ºs 1.2 e 1.3 (p. 6ss), disponível em http://www.expertcomptablejudiciaire.org/documents/uploads/ART_33054_Etat_jurisprudence1843_4_MAJ_02_2013.pdf (última consulta: 25 de junho de 2014). O preceito em apreço é porventura, nos últimos anos, aquele que,

A rigidez desta posição era criticada pela doutrina, o que permite explicar os desenvolvimentos legais entretanto ocorridos. O legislador começou por admitir uma exceção para as sociedades anónimas simplificadas (SAS), estendendo-a, mais recentemente, às sociedades profissionais^{9,10}.

no direito societário, mais tem alimentado a jurisprudência da Cassação e os comentários críticos à mesma. Além dos dados constantes do texto acabado de referir, cfr., por ex., Jacques MOURY, «Une importante précision sur le champ de l'article 1843-4 du code civil... avant la ruine de ce texte», anotação ao Acórdão de 11 de março de 2014, *Revue des Sociétés* 2014, p. 366-372, 368 e notas 1 e 2.

⁸ Cfr., em especial, o citado Aresto da Cassação de 2007, que considerou contrária ao normativo em questão a decisão do Tribunal de Apelação de Versalhes que entendera aplicável a existente cláusula estatutária relativa ao valor da participação, uma vez que a exclusão do sócio também se baseara nos estatutos. Segundo a Cassação Comercial, o perito avaliador dispõe de «*toute latitude pour déterminer la valeur des actions selon les critères qu'il juge opportuns*»; cfr. o Ac. de 19.04.2005, n.º 03-11790, *Bulletin Joly Sociétés*, dezembro de 2005, p. 1392ss (com anotação de H. LE NABASQUE).

Na mesma linha, no Acórdão de 5.05.2009, fixou-se a seguinte doutrina: apenas o perito designado com base no artigo 1843-4 do CC para fixar o valor das participações sociais de um sócio determina, para o efeito, os critérios que no seu entender são os mais apropriados, entre os quais podem figurar os previstos nos estatutos. O texto pode conferir-se na página do Tribunal na Internet (www.courdecassation.fr), bem como, p. ex., no *Bulletin (civil)* IV, n.º 61, no *Rec. Dalloz Sirey* 2009, p. 1349s (com anotação de Alain LIENHARD) e p. 2195-2197 (com anotação de Bruno DONDERO). Cfr., igualmente, as observações de P.-Y. GAUTIER (na *RTDCiv* 2009, p. 548-550), de Claude CHAMPAUD/Didier DANET e de B. BOULOC (na *RTDCom* 2009, respectivamente, p. 753-755 e p. 799s). Veja-se também Jacques MOURY, «Réflexions sur l'article 1843-4 du code civil après l'arrêt rendu le 5 mai 2009 par la Chambre commerciale de Cour de Cassation», *Rev. Sociétés* 3/2009, p. 503-515, e as demais indicações constantes da sua anotação ao Acórdão de 11.03.2014, cit., nota 2, p. 368s.

⁹ Dispõe-se no atual art. L 227-18 do CCom, relativo às SAS: «Si les statuts ne précisent pas les modalités du prix de cession des actions lorsque la société met en oeuvre une clause introduite en application des articles L. 227-14, L. 227-16 et L. 227-17, ce prix est fixé par accord entre les parties ou, à défaut, déterminé dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du code civil». No que se refere às sociedades civis profissionais (SCP), o art. 10 da respetiva lei (Lei n.º 66-879, de 29.11.1966) estabelece desde 2011: «Les statuts peuvent, à l'unanimité des associés, fixer les principes et les modalités applicables à la détermination de la valeur des parts sociales. Sauf dispositions contraires du décret particulier à chaque profession, la valeur des parts sociales prend en considération une valeur représentative de la clientèle civile. Toutefois, à l'unanimité des associés, les statuts peuvent exclure cette valeur représentative de la clientèle civile de la valorisation des parts sociales». Quanto às sociedades profissionais sob forma comercial, ditas sociedades de exercício liberal (SEL), estabelece desde 2012 o art. 10 da respetiva lei (Lei n.º 90-1258, de 31.12.1990): «Pour l'application des articles L. 223-14 et L. 228-24 du code de commerce et par exception à l'article 1843-4 du code civil, les statuts peuvent, à l'unanimité des associés, fixer les principes et les modalités applicables à la détermination de la valeur des parts sociales».

¹⁰ Além disso, em conformidade com a *ratio* protetora do preceito, em 2004 os arts. L 223-14 e L 228-24 do CCom foram alterados, de modo a reconhecer um direito de arre-

Na recente Lei n.º 2014-1, de 2 de janeiro, previu-se no art. 3.8 que o governo ficava autorizado, por via de «decreto» (*ordonnance*), a modificar artigo 1843-4 do CC «pour assurer le respect par l'expert des règles de valorisation des droits sociaux prévues par les parties». Além disso, a Cassação (câmara comercial, financeira e económica) veio esclarecer num Acórdão recente, de 11 de março de 2014, que o artigo em apreço não era de aplicação necessária quando estivessem em causa acordos extrassocietários¹¹.

Ao abrigo daquela Lei, foi entretanto publicado o aludido Decreto 2014-863, que no artigo 37 veio modificar o artigo 1843-4, passando este a dispor: «I. – Dans les cas où la loi renvoie au présent article pour fixer les conditions de prix d'une cession des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible. *L'expert ainsi désigné est tenu d'appliquer, lorsqu'elles existent, les règles et modalités de détermination de la valeur prévues par les statuts de la société ou par toute convention liant les parties.* II.-Dans les cas où les statuts prévoient la cession des droits sociaux d'un associé ou le rachat de ces droits par la société sans que leur valeur soit ni déterminée ni déterminable, celle-ci est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné dans les conditions du premier alinéa. L'expert ainsi désigné est tenu d'appliquer, lorsqu'elles existent, les règles et modalités de détermination de la valeur prévues par toute convention liant les parties.»

Por conseguinte, mesmo nos casos em que a lei remete para o preceito, ele parece haver deixado de ser imperativo, para passar a ter carácter supletivo, na medida em que, como consta do texto em *itálico*, directamente em contraposição a um Aresto da Cassação de 2009¹², o perito avaliador deve respeitar as regras estatutárias ou contratuais aplicáveis, se elas existirem.

pendimento ao sócio cedente que não concorde com a avaliação pericial levada a cabo. Dispõe, p. ex., o primeiro: «Si la société a refusé de consentir à la cession, les associés sont tenus, dans le délai de trois mois à compter de ce refus, d'acquérir ou de faire acquérir les parts à un prix fixé dans les conditions prévues à l'article 1843-4 du code civil, *sauf si le cédant renonce à la cession de ses parts.* Les frais d'expertise sont à la charge de la société. A la demande du gérant, ce délai peut être prolongé par décision de justice, sans que cette prolongation puisse excéder six mois».

¹¹ O texto do Aresto pode consultar-se, por ex., na *Revue des Sociétés* 2014, p. 366-368, com anotação de Jacques MOURY (p. 368-372, aludindo também ao precedente estado de incerteza).

¹² Cfr. «supra», nota 8.

Só não será assim se da norma de remissão para o mesmo resultar coisa diferente.

Enquanto na base do originário art. 1843-4 estava uma lógica patrimonial e protecionista, um princípio de igual tratamento dos sócios no plano patrimonial e a afirmação do carácter não aleatório do contrato de sociedade (nas relações entre sócios)¹³, os desenvolvimentos ocorridos – que culminaram na nova redacção do preceito – justificam-se com base na autonomia privada (liberdade contratual e força vinculativa dos contratos) e na segurança jurídica em regra pretendida com a fixação, estatutária ou contratual, de critérios e métodos de avaliação. Resta saber em que termos Cassação reconhecerá a existência de limites à autonomia entretanto admitida, mormente a estatutária¹⁴, e quais serão esses limites¹⁵.

2.2. Vejamos agora o **direito alemão**. Em regra, o sócio que sai voluntariamente, que é excluído ou que vê a sua participação amortizada por outro motivo tem direito ao pleno valor económico – ou valor comercial (*Verkehrswert*) – da sua participação, tomando por base a situação económica da sociedade na data relevante (valor real)¹⁶. Por valor comercial

¹³ Cfr. o referido texto de um Grupo de trabalho composto por Daniel TRICOT e outros («supra», nota 7), n.º 1.3.

¹⁴ Mas também a relativa aos pactos parassociais que contenham uma regulamentação do valor em apreço equiparável à do pacto social, em que se salientam os pactos omnilaterais constitutivos.

¹⁵ Sublinhando serem diferentes as filosofias da jurisprudência (tutela do sócio cedente, perspectiva protecionista) e da nova Lei (autonomia das partes, perspectiva liberal, tornando o art. 1843-4 enganoso porque deixa de cumprir a função protetora para que foi concebido, se derogável sem limites; a menos que o regime aí disposto se mantenha para os casos em que é a lei que o manda aplicar), cfr. J. MOURY, «Une importante précision...», cit. («supra», nota 7), p. 372.

¹⁶ Jurisprudência e doutrina correntes. Cfr., p. ex., o Acórdão do BGH de 16.12.1991 (II ZR 58/91), BGHZ 116, p. 359-376, 365, bem como ROWEDDER/BERGMANN, in Rowedder/Schmidt-Leithoff, *GmbHG Kommentar*, Munique (Verlag Franz Vahlen) 2002, n. 102 e 105 ao § 34 (p. 1026s), BAUMBACH/HOPT, *Handelsgesetzbuch* (HGB), Munique (Beck) 2010, n. 49 ao § 131 (p. 688), G. HUECK/L. FASTRICH, in Baumbach/Hueck, *GmbHG Kommentar*, Munique (Beck) 2010, n. 22 ao § 34 (p. 604), V. BRÜCKNER, *Die Kontrolle von Abfindungsklauseln in Personengesellschafts- und GmbH-Verträgen*, Berlim (Berlin Verlag, Nomos Verlagsgesellschaft) 1995, p. 5ss, 12ss, e Markus GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung von GmbH-Gesellschaftern*, Colónia (Otto Schmidt) 1997, p. 275s, todos com mais indicações. A fórmula encontra-se também, a respeito da exclusão de sócio, no § 209 do abandonado Projeto governamental de uma nova GmbHG de 1972 [cfr., p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, n. 102, p. 1026, P. DORSCH, *Austritt und Ausschluss eines Gesellschafters...*, Zurique (Schultess) 1984, p. 159s, 193]. Nas SA, cfr., p. ex., Behzard KARAMI, *Unternehmensbewertung in Spruchverfahren beim "Squeeze out"*, Wiesbaden (Springer Gabler) 2014, p. 58ss, 98ss, Holger FLEISCHER, «Unter-

(*Verkehrswert*) entende-se o valor que um terceiro estaria disposto a pagar pela participação, levando em consideração as reservas ocultas e o valor de aviamento do negócio ou empresa (*Geschäftswert*)¹⁷; e, não sendo concretizável uma oferta de terceiro, proceder-se-á à sua avaliação¹⁸. Segundo as modernas perspetivas e os correspondentes métodos de avaliação, no que se refere ao valor da empresa envolvida, assume relevo fundamental a sua capacidade de rendimento sustentável ou duradoura (*nachhaltige Ertragskraft*)¹⁹.

nehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen (...)», em *Die Aktiengesellschaft* (AG) 4/2014, p. 97-114, p. 99, com mais indicações (notas 19ss), e, entre outros, o Acórdão do Tribunal Constitucional Federal (BverfG) de 16.05.2012 (1 BvG 96/09), III.1 (n. 17ss), disponível, «inter alia», na respectiva página na Internet (www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen). Acerca do fundamento jurídico do direito à contrapartida, cfr., p. ex., H. MARKOWSKY, *Die Einziehung von GmbH-Geschäftsanteilen*, JWV (Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft) 2013, p. 85ss, e as indicações aí contidas.

Os Acórdãos do BGH a partir do ano 2000 encontram-se na respetiva página na Internet: <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/list.py?Gericht=bgh&Art=en>. Dados os limites deste breve apontamento, quanto a eles, dispensam-se, por isso, mais referências. Simplificadamente, nas notas subsequentes, «n. ...ao §...» = «anotação ao §..., n.º à margem...».

¹⁷ Assim, p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 105 ao § 34 (p. 1027) e referências contidas na nota 266, BAUMBACH/HOPT, *HGB* (2010), cit., n. 49 ao § 131 (p. 688), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 22 e 23 ao § 34 (p. 604), V. BRÜCKNER, *Die Kontrolle von Abfindungsklauseln* (1995), p. 6ss, 15s, Christian HOFMANN, *Der Minderheitsschutz im Gesellschaftsrecht*, Berlim/Nova Iorque (W. de Gruyter) 2011, p. 531s, MARKOWSKY, *Die Einziehung* (2013), cit, p. 87. Importa advertir que, em rigor, não é o valor comercial ou de transação da participação em si que está em causa, mas, no essencial e tipicamente, o da empresa societária que lhe subjaz: cfr., p. ex., o citado Acórdão do BGH de 16.12.1991, III.2b), BGHZ 116, p. 365, 370s (o valor da participação assenta no valor real da empresa «ativa», incluindo as reservas ocultas e, sendo o caso, o *goodwill*, valor que se obtém, em geral, através da venda da empresa como uma unidade), P. ULMER/C. SCHÄFER, *Münchener Kommentar zum BGB*, 5/III (§§ 705-853), Munique (Beck) 2009, n. 33 ao § 738 (p. 567 e referências na nota 66), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 275s e notas 2 e 4, Holger FLEISCHER, AG 4/2014, cit., p. 99 e nota 26 (cfr., ainda, quanto aos EUA, p. 102). Sobre o tema, pode ver-se também EVARISTO MENDES, «Exoneração de sócios...», in AAVV, *II Congresso de DSR*, Coimbra (Almedina), 2012, p. 13-89, 20ss.

¹⁸ Assim, p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 105 ao § 34, p. 1027. Cfr., ainda, o citado Acórdão do BGH de 16.12.1991, III.2b), BGHZ 116, p. 370s, bem como, por ex., o posterior Acórdão do OLG de Colónia de 19.12.1997, *GmbHR* 12/1998, p. 641-644, 642, HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 23 ao § 34 (p. 604), P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 23s, 32s ao § 738 (p. 564 e 567), aludindo também à competência dos tribunais (que em regra se servem de relatórios periciais) para proceder à avaliação (n. 32, p. 567), e GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 276.

¹⁹ Cfr., p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 105 ao § 34, p. 1027. Cfr. ainda, p. ex., HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 23 ao § 34 (p. 604), e GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfin-*

O pacto social pode dispor diferentemente, dentro de certos limites, reconduzíveis genericamente à proibição de uma afetação económica excessiva dos sócios que saem da sociedade, voluntariamente ou não, ou de uma afetação dos credores pessoais dos sócios que ficam insolventes ou veem a sua participação executada²⁰. Pode, inclusive, prever uma amorti-

dung (1997), p. 276s (n.ºs 532 e 533). Tal sustentabilidade é tipicamente mais reduzida nas sociedades profissionais que nas sociedades que exploram uma empresa ou negócio comercial [P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 66 ao § 738 (p. 579)].

Acerca da actualmente dominante *perspectiva reditícia* ou de rendibilidade, e dos correspondentes métodos, na determinação do valor da empresa social (perspectiva essa baseada nos resultados ou, mais modernamente, nos fluxos monetários futuros), em contraposição à perspectiva do *valor substancial* que dominou até aos anos 70 do séc. XX, cfr. ainda, p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 23s (p. 563s), 32, 35s (p. 567ss), observando no entanto que o valor de rendimento ou rendibilidade e o valor substancial com o valor de aviamento (*Geschäftswert* ou *Firmenwert*, *goodwill*) tendem a equivaler-se (n. 24, p. 564; cfr. também n. 35, p. 568), Christoph HÜLSMANN, «Gesellschafterabfindung und Unternehmensbewertung nach Ertragswertmethode im Lichte der Rechtsprechung», *ZIP* 11/2001, p. 450-455. Há casos, no entanto, em que será justificada uma ótica de avaliação patrimonial (com os correspondentes métodos): cfr., p. ex., o citado Acórdão de BGH de 16.12.1991, *BGHZ* 116, p. 371, com ulteriores referências, e GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 277s (n.º 534). Cfr. também o Acórdão de 13 de março de 2006 (II ZR 295/04) (considerando inaplicável, em nome da liberdade de exoneração, o valor de rendimento num caso em que o valor de liquidação era muito superior). Para mais informações, cfr., p. ex., Holger FLEISCHER, *AG* 4/2014, cit., p. 99ss (e, noutros quadrantes, p. 102ss), EVARISTO MENDES, «Exoneração...», in *II Congresso DSR* (2012), cit., p. 22ss e notas 25 a 28, 37 e 39. Para uma perspectiva jus-comparada da avaliação na RFA e na Áustria, com alusão aos trabalhos da UEC, cfr. H.-Dieter GROSSER, «Unternehmensbewertung von Personengesellschaften in Deutschland und Österreich», *NJW* 3/1992, p. 207-213.

²⁰ Sobre estes limites, em geral, cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 43ss ao § 738 (p. 571ss), BAUMBACH/HOPT, *HGB* (2010), cit., n. 58ss ao § 131 (p. 691s), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 26ss ao § 34 (p. 605ss; sobre as cláusulas típicas e respetiva apreciação, n. 34ss, p. 610ss), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 280ss, 292ss, V. BRÜCKNER, *Die Kontrolle von Abfindungsklauseln* (1995), p. 19ss, 35ss, 55ss e 69ss, 85ss e 94ss, bem como, acerca da jurisprudência do BGH relativa às Srl (*GmbH*), W. GOETTE, *Die GmbH nach der BGH-Rechtsprechung*, Munique (Beck) 1997, p. 149ss. Sobre os tipos de cláusulas mais frequentes, apreciando também a respetiva validade e eficácia e advogando as cláusulas relativas ao rendimento, cfr., p. ex., Peter ULMER, «Abfindungsklauseln in Personengesellschafts- und GmbH-Verträgen», in *Festschrift für K. Quack*, Berlim/Nova Iorque (de Gruyter) 1991, p. 477-503, 481ss, 485ss, 490ss. Sobre o fundamento legal e as finalidades das restrições, bem como o seu controlo judicial, cfr. também Thomas Wächter, em anotação ao Acórdão do BGH de 29.04.2014, *GmbHR* 15/2014, p. 813-817, 814s, com mais indicações.

Como se observará, os tribunais exercem um duplo controlo sobre as cláusulas estatutárias de que resulta um valor inferior ao legal: um controlo de validade (se a discrepância for inicial) e um controlo relativo à concreta fixação do valor (se a discrepância for superveniente). Cfr., em geral, p. ex., GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 286ss.

zação/aquisição sem pagamento de contrapartida; mas, abstraindo das Srl e SA de fim ideal, das quotas e ações próprias e de eventual acordo com o visado (máxime, quando falha o pressuposto financeiro legal da amortização ou aquisição pela sociedade), a amortização *gratuita* é excepcional e ocorre raramente²¹. O caso mais comumente referido é o da morte de sócio^{22, 23}.

Quanto aos limites «stricto sensu», realça-se, antes de mais, o imposto pelo princípio do não tratamento discriminatório dos credores pessoais dos sócios, donde decorre uma proibição, designadamente, das cláusulas que estabeleçam um valor menor que o legal apenas para os casos de insolvência e de execução das participações²⁴. Um outro limite geral

Nas Srl, no sentido de que só são admissíveis limitações constantes dos estatutos, cfr., neste último autor, p. 287s (n.ºs 550s), e HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 25 ao § 34 e nota 127 (p. 605); quanto à adicional necessidade de respeitar o princípio da paridade de tratamento dos sócios, cfr., ainda, GEHRLEIN, p. 288ss, e HUECK/FASTRICH, n. 229 ao § 34 (p. 608). Isso não obsta, no entanto, a uma concretização da contrapartida a pagar, mediante acordo, num caso concreto (cfr., p. ex., HUECK/FASTRICH, n. 25, p. 605).

²¹ Cfr., p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 33s ao § 34, p. 1002s, n. 109, p. 1029 (e nota 284), P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 45 e 60s ao § 738 (p. 571 e 577), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 34 ao § 34 (p. 610), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 292s.

²² Cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 40 e 61 ao § 738 (p. 570 e 577), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 34 ao § 34 (p. 610), ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 34 ao § 34 (p. 1002s), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 300s, e o Acórdão do BGH de 20.12.1976 (II ZR 115/75), publicado, por ex., em VM 7/1977, p. 192-194, mas também as observações de Thomas Wächter, na anotação ao Acórdão do BGH de 29.04.2014, referido com mais pormenor adiante, *GmbHR* 15/2014, p. 815. Sobre os vários problemas que se levantam a este propósito, cfr., por todos, P. ULMER/C. SCHÄFER, n. 61 e notas 134 a 137 [defendendo designadamente que se trata de um ato de disposição sobre o valor da participação, não sujeito à forma do § 230II do BGB (embora isso seja controvertido – cfr. nota 135 e, p. ex., ROWEDDER/BERGMANN), que na exclusão geral da contrapartida não existe um negócio oneroso aleatório entre os sócios, etc.]

²³ Em geral sobre os casos em que, excepcionalmente, se admite a exclusão da contrapartida, cfr., p. ex., o Acórdão do BGH de 29.04.2014, *GmbHR* 15/2014, p. 811-817, visto melhor adiante, e a anotação de Thomas Wächter, p. 815s, bem como P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 60 a 62 ao § 738 (p. 577s); sobre as especificidades e correspondente maior liberdade conformadora das sociedades profissionais, cfr., destes autores, n. 61 e 67 (p. 577 e 580), com mais indicações. Cfr., ainda, por ex.: ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 33 ao § 34 (p. 1002), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 27 e 34 ao § 34 (p. 606 e 610; considerando designadamente que a existência de fundamento culposo para a amortização compulsiva não é bastante para excluir a contrapartida, mas citando Ulmer em sentido contrário – nota 176 e texto correspondente).

²⁴ Cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 47 e 48 ao § 738 (p. 572s; cfr. também n. 60, p. 577, e n. 64, p. 578), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 30 ao § 34 (p. 608s), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 291s. A situação é semelhante se o

comummente apontado respeita à exoneração de sócios – mormente à exoneração por justo motivo –, estando aí em causa, em primeira linha, a protecção da liberdade económica dos mesmos (com a implicada liberdade de sair da sociedade – cfr. o § 723 III do BGB)²⁵. Mas, embora o assunto não seja pacífico, defende-se hoje em dia que a própria exclusão de sócios (ou mais latamente a perda forçada da participação) está sujeita a um princípio de justa ou razoável compensação (*angemessene Abfindung*)^{26, 27}.

valor for inferior ao previsto estatutariamente para outros casos, como o da exclusão de sócio; mas, dentro do permitido sob o ponto de vista da protecção dos sócios, já se aceita um valor de amortização minorado se o mesmo suceder em geral ou em caso de exclusão. Cfr. o Acórdão do BGH de 19.06.2000 (II ZR 73/99), BGHZ 144, p. 365-370, 366s (também disponível na página da BGH na Internet), e, já antes, o Acórdão de 12.06.1975 (II – ZB 12/73), em BGHZ 65, p. 22-30, 26s, 28s, bem como: P. ULMER/C. SCHÄFER, n. 64 in fine e nota 146 (p. 578); HUECK/FASTRICH, n. 30 ao § 34 (p. 608s); ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 108 ao § 34, p. 1028 (e nota 279), GEHRLEIN, p. 292 e notas 1 a 3.

²⁵ Cfr. por ex.: o Acórdão do BGH de 13.03.2006, II.2 (consultável, *inter alia*, na referida página do BGH na Internet); P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 49ss ao § 738 (p. 573s, salientado que, na prática, o problema se coloca sobretudo quando há a discrepância de valores superveniente a que se alude adiante; cfr. também a nota 60, p. 577, a respeito da exclusão da contrapartida); HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 27 ao § 34 (p. 606s); ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 111 ao § 34, p. 1030; Hans-Georg KOPPENSTEINER, «Über Grenzen der Vertragsfreiheit im Innenverhältnis von GmbH und O(H)G», in *Der Gesellschafter* 4/2009, p. 197-208, 200.

²⁶ Assim, ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 111 e 112 ao § 34, p. 1030. No sentido de que, em casos de violação de deveres sociais especialmente grave, é de admitir a própria exclusão da contrapartida, a título sancionatório, embora isso seja controvertido, cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 61 ao § 738 e nota 133 (p. 577); mas cfr., diferentemente, HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 34 ao § 34 (p. 610). No Acórdão do BGH de 29.09.1983 (III ZR 213/82), admitiu-se expressamente que a contrapartida compensatória devida ao sócio excluído poderia ser limitada no contrato de sociedade, constituindo a limitação «uma espécie de pena convencional», desde que se verifiquem os pressupostos desta, sem mais especificações [n.º 2e), dd)]. O Aresto encontra-se disponível, p. ex., em *Wertpapier Mitteilungen* (VM) 1983, p. 1207s. Para um confronto da situação na Alemanha e na Áustria, cfr. KOPPENSTEINER, «Über Grenzen» (2009), cit., p. 200 e 208, e «Ausschluss und Austritt bei der GmbH», in *Der Gesellschafter* 1/2013, p. 4ss, 5s.

O problema deve ver-se em articulação com uma eventual regulação estatutária do pagamento: cfr., p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, n. 114 (p. 1030s), P. ULMER/C. SCHÄFER, n. 65 (p. 579), HUECK/FASTRICH, n. 38 ao § 34 (p. 612s).

O tema foi objecto de recente decisão do BGH: cfr. o Acórdão de 29.04.2014 – II ZR 216/13, disponível, designadamente, na página do Tribunal na Internet (www.bundesgerichtshof.de) e, por exemplo, em BB 39/2014, p. 2323-2325, com anotação de Barbara GRUNEWALD, e *GmbHR* 2014, p. 811-817, com anotação de Thomas WACHTER. Nele o Tribunal afirmou a nulidade de uma cláusula estatutária que previa a exclusão de sócios por justa causa, em especial por violação grave dos seus deveres, sem pagamento contrapartida – por contrá-

Tal significa que, abstraindo dos casos assinalados, uma restrição estatutária do valor da contrapartida de que resulte – logo à partida – uma grande

ria aos «bons costumes», no sentido do § 138 do BGB – e considerou igualmente nula a deliberação de exclusão na medida em que excluía esse pagamento, fundando a decisão, nos dois casos, na norma que se encontra no § 241 Nr. 4 da AktG (cfr. n.ºs à margem 7, 9ss). O pacto social continha uma cláusula de salvaguarda, dispondo que, no caso de ser imperativamente devido o pagamento de uma contrapartida, esta deveria ser o mais baixa possível e, com base nela, a deliberação estipulou que, subsidiariamente, o sócio apenas deveria receber o valor que viesse a ser fixado judicialmente, abatido da pena contratual (*Vertragsstrafe*) contida na exclusão da contrapartida. O BGH dasatendeu, no entanto, também esse aspeto, afirmando, nomeadamente, que a limitação da contrapartida serve em geral para proteger a existência da sociedade, não tendo o carácter de uma pena contratual, e que a violação grave de deveres sociais também não cumpre em geral as finalidades de uma tal pena – a de servir de mecanismo de pressão do cumprimento e a da prefixação de uma indemnização. Com efeito, quanto a esta última, uma regulação de completo afastamento da contrapartida apresenta-se demasiado indiferenciada quando, como no caso vertente, nem sequer se alude a um possível dano, que, de facto, mesmo havendo uma violação grave dos deveres do sócio, poderá não existir; quando à primeira, ela revela mais um carácter sancionatório de uma violação ocorrida do que um mecanismo de indução ao cumprimento (n.ºs 15ss).

O BGH afirma, em especial, que o direito a receber uma contrapartida do um sócio que sai da sociedade (voluntária ou compulsivamente) pertence aos seus direitos sociais fundamentais (*Grundmitgliedsrechte*), como já declarou no anterior Acórdão de 27.11.2011 (II ZR 279/09, n.º 8), sendo a exclusão de tal contrapartida, em princípio, contrária aos «bons costumes» no sentido do § 138 do BGB; apenas em casos excepcionais isso não acontecerá (n.º 12, citando, ainda o Acórdão de 2.06.1997, II ZR 81/96, in *BGHZ* 135, p. 387ss, 390). Na verdade, tendo o sócio contribuído com um investimento de capital e, porventura, com a sua indústria para formar o património social, representado no valor da sua participação, não deve perder a sua posição social sem contrapartida (*Wertausgleich*), perda essa susceptível de pôr em risco a sua existência e de afetar a sua liberdade económica (n.º 12; cfr. n.ºs 15 e 16). As excepções respeitam às sociedades de fim ideal, à morte de sócio e à admissão de participações a prazo e sem desembolso de capital atribuídas a colaboradores ou gerentes (n.º 13). A questão de saber se é de incluir nessas excepções também a amortização/exclusão fundada na violação dos deveres sociais, incluindo o dever de lealdade ou fidelidade, mostra-se controvertida na doutrina; e o BGH, embora já tenha visto numa limitação da contrapartida relativa a um caso de amortização por justa causa «uma espécie de pena contratual», também já se pronunciou contra ao carácter de pena contratual de semelhante limitação (n.º 14). Diversos motivos levam a concluir que a mera violação grave dos deveres sociais – sem alusão a eventuais danos e culpa do agente – não constitui fundamento material bastante para justificar a exclusão da contrapartida: por um lado, leva ao resultado irrazoável de privar o sócio do valor do seu trabalho e investimento (n.º 15); por outro lado, não cumpre normalmente os objectivos prosseguidos por uma pena contratual (n.ºs 16 e 17); por último, não fornece parâmetros para, em concreto, aferir da proporcionalidade da «pena» (n.º 18).

²⁷ No sentido de que esta doutrina também vale para a exoneração fundada no pacto social, cfr. ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 111 ao § 34, p. 1030.

discrepância entre esse valor e o valor real da participação, insusceptível de ser justificada pelo interesse da sociedade em não ficar descapitalizada²⁸, é nula^{29,30}. O que tem como ulterior consequência a aplicação ao caso da regra legal do valor real ou da justa compensação³¹.

²⁸ Mais latamente, para além deste objectivo de protecção da base financeira da sociedade, as cláusulas estatutárias cumprem outras finalidades, como as de rapidez, clareza e segurança jurídicas. Cfr., por ex, P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 39 ao § 738 (p. 569s). E podem traduzir também atos de disposição do valor das participações entre sócios, designadamente por morte. Cfr., ainda, P. ULMER/C. SCHÄFER, n. 40 (p. 570) e 61 (p. 577).

²⁹ Cfr., por exemplo, HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 26, 31 e 32 ao § 34 (p. 605s, 609, indicando ser controvertida, no caso das Srl, a aplicação do § 138 do BGB, e defendendo, com limitações quanto aos credores pessoais dos sócios, a alternativa aplicação analógica dos §§ 241ss da AktG), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 292ss, 298 (n.º 566), ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), cit., n. 109 ao § 34 (p. 1029), bem como os Acórdãos do BGH de 16.12.1991, *BGHZ* 116, p. 359-376, 368, 372ss (= *NJW* 1992, p. 892-896) (relativo a um caso de exoneração: restrição excessiva da liberdade de exoneração leva à nulidade/«ineficiência» da cláusula estatutária, sendo devida uma compensação justa), de 13.06.1994 (II ZR 38/93) e de 13.03.2006 (II ZR 295/04, consultável, *inter alia*, na referida página do BGH na Internet, II.2; no caso, provou-se que o contrato de sociedade estipulava o valor de rendimento no contexto da exoneração, mas o BGH entendeu que tal estipulação era nula, invocando os §§ 723 III e 138 I do BGB, designadamente por, devido à presença de um valioso imóvel na sociedade, o valor de liquidação ser muito superior; esclareceu também que a tutela da liberdade de exoneração em causa compreendia não apenas a exoneração por justa causa mas igualmente, nas sociedades de duração indeterminada, a exoneração *ad nutum*). Acerca da fundamentação da nulidade nas normas legais que tutelam a liberdade de exoneração (tenha-se presente, em geral, o § 723 III do BGB), em tom crítico, cfr., p. ex., Klaus SCHMOLKE, «Expulsion and Valuation Clauses ...», in *European Company and Financial Law Review* (ECFR) 3/2012, p. 380-419, p. 393s, 395s, 402s e 419. Quanto às cláusulas de amortização ou exclusão gratuitas, cfr. também o citado Acórdão do BGH de 29.04.2014, n.ºs 9ss, bem como as anotações de Barbara GRUNEWALD, *BB* 39/2014, p. 2325, e Thomas WACHTER, *GmbHR*, p. 813-817, 815 e 816.

³⁰ Quando existe uma tal discrepância? Trata-se de um tema controvertido. Há quem defenda, como linha de orientação geral, ser esse o caso, designadamente, quando o valor estatutário for metade ou inferior a metade do valor real ou até inferior a 2/3 [cfr. P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 52, a respeito da exoneração, com mais indicações na nota 117, e já antes *ZGR* 1995, p. 134ss/153], mas outros contestam ou formulam reservas a tal posição [cfr. ainda, dos autores referidos, a indicada nota 117, e, p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 109 ao § 34, p. 1029]. Cfr. também GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 293s (n.ºs 559 e 562) e p. 304ss (n.ºs 579 a 581). Para o BGH, a discrepância relevante não se reduz a um dado quantitativo: resulta de uma ponderação de interesses, tendo em conta todas as circunstâncias do caso. Cfr., p. ex., GEHRLEIN, p. 294ss, e «*infra*».

³¹ Cfr., p. ex., o Acórdão do BGH de 16.12.1991, III.2b) e V.2c), *BGHZ* 116, p. 359s, 375s, bem como ROWEDDER/BERGMANN, n. 109, p. 1029 (e nota 283, indicando noutro sentido H. P. WESTERMANN). Acerca das cláusulas de amortização ou exclusão gratuitas, cfr. tam-

Esta doutrina tem na base a ideia de que a participação representa um valor patrimonial, pelo que uma exclusão ou exoneração sem compensação seria equivalente a uma «expropriação privada», podendo, no caso da exoneração, traduzir-se ainda numa restrição inadmissível à liberdade de atuação dos sócios³². Além disso, a saída do sócio pode dar-se mediante a aquisição da participação, cujo valor a sociedade pode realizar, alienando-a, pelo que a afetação patrimonial por ela incorrida tem um significado relativo³³.

Especial relevância prática assume o problema de uma eventual grande discrepância entre o valor que resulta dos estatutos e o valor legal da participação, decorrente de uma valorização da sociedade entretanto ocorrida (*discrepância superveniente*)³⁴. O entendimento hoje em geral aceite é o de que, nesses casos, pode ser *abusiva a invocação* pela sociedade do regime estabelecido no pacto social, por contrária à boa fé, mormente quando esteja em causa a exoneração do sócio³⁵. Tendo nesse caso o sócio direito a uma contrapartida compensatória razoável ou adequada, considerando, designadamente, a finalidade prosseguida pela regulação estatutária, a situação existente no momento em que tal regulação foi aprovada e uma típica evolução positiva do valor da sociedade, bem como a alterada situação patrimonial e reditícia desta mesma sociedade^{36,37}

bém o citado Acórdão do BGH de 29.04.2014, n.ºs 9ss (não admitindo cláusula salvatória «subsidiária»).

³² Cfr. ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 111 ao § 34, p. 1030, bem como o citado Acórdão do BGH de 29.04.2014 (n.ºs 12 e 15).

³³ Cfr., a propósito, ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 111 ao § 34, p. 1030.

³⁴ Sobre o assunto, cfr., designadamente: os Acórdãos do BGH de 20.09.1993 (II ZR 104/92), BGHZ 123, p. 281-289, e de 24.05.1993 (II ZR 36/92), NJW 1993, p. 2101-2103; Markus GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 301ss; P. ULMER/C. SCHÄFER, «Die rechtliche Beurteilung vertraglicher Abfindungsbeschränkungen bei nachträglich eingetretenem grobem Missverhältnis», in ZGR 1995, p. 134ss, e MK BGB (2009), cit., n. 49ss ao § 738 (p. 573s); HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 28 ao § 34 (p. 607).

³⁵ Cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, MK BGB (2009), n. 50, 54 e 55 ao § 738 (p. 574 e 575; quando a cláusula estatutária devesse considerar-se nula ou ineficaz se adotada no momento em que se invoca ou se quer fazer valer, é contra ela invocável o abuso de direito – n. 575); HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 28 ao § 34 (p. 607s); ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 110 ao § 34, p. 1029; GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 302ss.

³⁶ Cfr., p. ex., ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 110 ao § 34, p. 1029s. No sentido de que deve integrar-se o pacto social – tornado lacunoso em virtude da impossibilidade jurídica de invocar a regulação nele contida – com a regulação que as partes teriam adotado se tivessem previsto a inoperacionalidade do que nele se dispõe, cfr. P. ULMER/C. SCHÄFER, MK BGB (2009), n. 55 ao § 738 (p. 575), bem como n. 74 (p. 582), rejeitando o método do BGH da ponderação de interesses (n. 54 e 55). Sobre o tema, com indicação da posição dos tribunais, cfr. também Gehrlein, *Ausschluss und Abfindung* (1997), 306ss.

Subsistem diversas questões, acerca das quais não há unanimidade de pontos de vista. Entre elas está a construção metodológica ou dogmática do fenómeno. A jurisprudência tem entendido que, havendo uma discrepância grave³⁷, surge uma lacuna, que carece de ser preenchida, e utiliza para o efeito o critério da vontade hipotética das partes e a boa fé, tendo em conta todas as circunstâncias do caso (duração da posição de sócio, idade e contributo deste para a valorização da sociedade, motivo da saída, liquidez da sociedade, etc.) e ponderando os interesses em confronto³⁹; mas tal justificação e os contornos da mesma são controvertidos⁴⁰.

A literatura dedica em geral particular atenção às cláusulas que fixam como valor das participações o valor contabilístico ou de balanço (*Buchwertklauseln*)⁴¹. Sendo tal balanço o balanço de exercício (contabi-

³⁷ Havendo uma grande e imprevisível alteração de valor desde a conclusão do contrato (ou da introdução no mesmo da cláusula controvertida), o interessado poderá invocar – ou invocar também – a alteração ou desaparecimento da base do negócio (§ 313 do BGB): cfr. P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 56s ao § 738 (p. 576), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 308 (n.º 586). Cfr. ainda o Acórdão do BGH de 20.09.1993, *BGHZ* 123, 281-289, 287.

³⁸ Já se aludiu ao problema a propósito da discrepância originária. O BGH tem entendido que o problema não é meramente quantitativo, tendo esta que se apreciar em função de todas as circunstâncias do caso concreto. Cfr., p. ex., GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 294ss e as indicações aí fornecidas.

³⁹ O valor não tem que ser o valor legal. Cfr., p. ex., HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 85 ao § 34 (p. 607: razoável significa meio termo entre mínimo tolerável e valor real – nota 145 e texto correspondente), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 307s, e os Acórdãos do BGH de 20.09.1993 *BGHZ* 123, p. 281-289, 286 e 289, de 13.06.1994, *BGHZ* 126, p. 226-245, 242s, 245, e de 24.05.1993, *NJW* 1993, p. 2101ss, 2103.

Note-se que o BGH utiliza o critério da justa ponderação de interesses, tendo em conta todas as circunstâncias do caso concreto, quer para determinar se há uma discrepância de valores intolerável, quer para fixar o valor da contrapartida compensatória devida.

⁴⁰ Cfr., por ex.: P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 53 e 54 ao § 738 (p. 574s: considerando que em regra não haverá uma lacuna a preencher, como pretende o BGH, porque o sentido normal das cláusulas de âmbito alargado é o de contemplarem também futuras alterações de valor, intervindo pois o instituto do abuso de direito; e rejeitando também o método da ponderação de interesses na integração da lacuna causada pela ininvocabilidade do estipulado no pacto social – n. 54 e 55); ROWEDDER/BERGMANN, *GmbHG* (2002), n. 110 ao § 34, p. 1029s; HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 28 ao § 34 (p. 607).

⁴¹ Sobre tais cláusulas, cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 41ss, n. 46, n. 63s ao § 738 (p. 770s, 572 e 578), HUECK/FASTRICH, *GmbHG* (2010), n. 35 ao § 34 (p. 611), GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 281s, BERNARD GROSSFELD, «Zweckmäßige Abfindungsklauseln», *AG* 8/1988, p. 217-223, 218ss, ERNST GESSLER, «Zur Buchwertabfindung bei Auscheiden aus einer GmbH», *GmbHR* 2/1984, p. 29-35, B.-H. HENNERKES/M. BINZ, «Die Buchwertabfindung – ein Fossil unserer Zeit?», *DB* 50/1983, p. 2669-2674. Para o direito austríaco, cfr., por ex., H.-G. KOPPENSTEINER, «Über Buchwertklauseln», in *Der Gesellschafter (GesRZ)* 1991, p. 61-68, 120-123.

lístico ou fiscal), que, reconhecidamente, não se mostra adequado para reflectir o real valor de uma empresa, o correspondente valor das participações apenas por acaso coincidirá com o seu valor real⁴². Mas quanto a elas não se põe um problema de validade ou isso só sucede raramente, porque em geral no momento da sua introdução no pacto social não haverá uma discrepância de valores inadmissível⁴³. Pode haver é uma discrepância superveniente e um corresponde abuso de direito na invocação da cláusula. Na doutrina defende-se, designadamente, que tal discrepância ocorrerá se o valor estatutário for menos de metade do valor real ou se for menos de 2/3 dele⁴⁴.

3. O problema no direito português

Centrando-nos agora no direito português, cujo quadro legal geral começámos por recortar no início do estudo («supra», n.º 1), assinala-se, antes de mais, que, à semelhança do que acontece nos ordenamentos francês e alemão, também dos preceitos aí referidos se extrai um princípio do *pleno valor societário*⁴⁵ das participações, sendo ele o contravalor legal a pagar a um sócio que se exonera, é excluído ou cuja participação seja objecto de amortização ou aquisição compulsivas, bem como, nos casos previstos na lei ou no pacto social, aos respectivos credores pessoais, se a participação vier a ser inserida em massa insolvente ou objecto de execução singular, ou aos seus sucessores se a participação não se transmitir para eles por morte ou os mesmos exercerem um eventual direito estatutário à sua amortização ou aquisição⁴⁶. Em consonância com a natureza

⁴² Cfr., por exemplo, EVARISTO MENDES, «Exoneração» (2012), cit., p. 24, e a literatura aí citada nas notas 24, 27 e 39 (mormente, Richter e Schön).

⁴³ Cfr., p. ex., P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), n. 46 e 64 ao § 738 (p. 572 e 578).

⁴⁴ Cfr., p. ex., as indicações fornecidas por GEHRLEIN, *Ausschluss und Abfindung* (1997), p. 306 (n.º 581; cfr. também, p. 296, n.º 562), e supra, nota 30.

⁴⁵ Acerca deste conceito, cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração», cit., *II Congresso DSR* (2012), p. 20ss.

⁴⁶ Cfr., p. ex.: na jurisprudência, o Acórdão do STJ de 7.10.1997 (MACHADO SOARES), *CJSTJ* 1997/3, p. 52ss (valor real, determinável através de balanço «ad hoc» específico), e o Acórdão do TRP de 24.10.2005 (MARQUES CASTILHO), disponível em *www.dgsi.pt* (valor real, considerando o *goodwill* da empresa social, não o mero valor contabilístico); na doutrina, ANTÓNIO CAEIRO, *As sociedades de pessoas no CSC*, Coimbra 1988, p. 56, 58s, PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Coimbra (Almedina) 2006, p. 239 e 245, ANTÓNIO SOARES, *O novo regime da amortização de quotas*, Lisboa (AAFDL) 1988, p. 143s, TIAGO S. FONSECA, in *CSC Anotado* (coord. MENEZES CORDEIRO), Coimbra (Almedina) 2011, p. 687s, ARMANDO TRIUNFANTE, *A tutela das minorias nas SA. Direitos Individuais*, Coimbra Edi-

legal da sociedade – um organismo produtivo, destinado a criar valor ou riqueza em benefício dos sócios (art. 980.º do CC), a que é tipicamente inerente uma autovalorização de igual sentido –, esse valor assenta, em geral, na *capacidade de rendimento sustentável* da mesma sociedade num arco temporal de longo prazo (tendencialmente ilimitado) ou, mais analiticamente, na capacidade da respectiva empresa (ou prática profissional/liberal) para gerar futuros fluxos monetários susceptíveis de serem apro-

tora 2004, p. 294, Ana Maria TAVEIRA DA FONSECA, «A proteção legal e estatutária dos sócios minoritários na transformação de sociedades por quotas em anónimas», in AAVV, *Nos 20 anos do CSC*, II, Coimbra Editora 2007, p. 275-336, 305 (citando o Acórdão indicado), VIDEIRA HENRIQUES, *A desvinculação unilateral ad nutum nos contratos civis de sociedade e de mandato*, Coimbra Editora 2001, p. 86 (o que se avalia é o património efetivo, não o que resulta da contabilidade, máxime do balanço), BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, 2 – *Sociedades Comerciais*, Lisboa (AAFDL) 1989, p. 431 (valor real da quota no património social e não mero valor contabilístico – citando AVELÂS NUNES), João ESPÍRITO SANTO, *Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português*, Coimbra (Almedina) 2014, p. 203 e 938, bem como, mais desenvolvidamente, TIAGO S. FONSECA, *O Direito de Exoneração do Sócio no CSC*, Coimbra (Almedina) 2008, p. 340ss (máxime, 343ss), e EVARISTO MENDES, «Exoneração», cit., *II Congresso DSR* (2012), p. 20ss (embora um valor matizado na situação especial aí tratada – p. 80), com mais indicações. Cfr. também J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, II – *Das Sociedades* (2011), p. 411 (valor real da quota; mas, acerca do entendimento deste, veja-se a nota seguinte), bem como, a respeito do valor a pagar em caso de recusa de consentimento à transmissão de ações, Alexandre SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das ações*, Coimbra (Almedina) 2006, p. 474s e nota 147, p. 477ss.

Na literatura anterior ao CSC, cabe realçar FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial*, Coimbra (polic.), I (1973), p. 208s, nota 1, e II (1968), p. 247, 253ss e 259, MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço» [*RLJ* 86 (1953-54), p. 369-375, e 87 (1954-55), p. 3-5, 17-20, 33-35, 49-52, 65-68, 81-83 (Parecer), *RLJ* 87, p. 83s, 209-211, 225-228, 241-243, 257-260, 273-277, 289-292, 305-308 (Algumas indicações e reflexões complementares)], *RLJ* 87, p. 259s, 273ss; e BARBOSA DE MAGALHÃES, «Sobre as cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», *Jornal do Foro* 26 (1962), p. 19-42, 22, 26ss e 41, e *Do Estabelecimento Comercial*², Lisboa (Ática) 1964, p. 188ss e 204.

Cfr., ainda, por ex.: FERRER CORREIA, «Convenções de liquidação de quota pelo último balanço e liberalidade», *RDES VI* (1950-51), p. 88-110, 88s (assinalando que o balanço de exercício, ou de gerência, não reflete o valor da sociedade); J. G. SÁ CARNEIRO, «Cláusulas de conservação e sociedades unipessoais» [*RT* 65 (1947), p. 162-166, 178-181, 194-197, 210-213, etc.], p. 212; AVELÂS NUNES, *O Direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Coimbra 1968), p. 328s, 331s (o sócio tem direito ao valor real, calculado tendo em conta o aviamento da empresa social), bem como, acerca das cláusulas de último balanço, p. 334s e nota 76; e FERRER CORREIA/V. LOBO XAVIER/A. CAEIRO/ M.^a ÂNGELA COELHO, *Sociedades*

priados pelos sócios, a que pode crescer o valor de eventuais ativos não afetos à exploração⁴⁷.

por quotas de responsabilidade limitada. Anteprojeto Lei (2.ª redacção), Coimbra 1979 (separata da RDE), cit., p. 67s (valor real da quota).

Ainda no direito anterior ao CSC, igualmente favoráveis ao reconhecimento de um direito ao valor real das participações e, inclusive, pondo em causa a própria validade das cláusulas de último balanço, ao menos em determinadas situações (como a da morte de sócio), cfr., além de J. G. SÁ CARNEIRO [RT 65 (1947), cit., p. 226ss/229], por ex., A. VÍCTOR COELHO, *Amortização de quotas*, Coimbra Editora 1955, p. 44ss, e F. MARTINS DE CARVALHO, «Direitos dos herdeiros do sócio falecido, quando a sociedade continue com os sócios sobreviventes», *O Direito* 74 (1942), p. 130-133/194-200, e 75 (1943), p. 130-132 (a respeito da morte de sócio). No sentido da sua validade, em geral, cfr., no entanto, além dos citados Ferrer Correia, Manuel de Andrade e Avelãs Nunes (p. 334): FERRER CORREIA/LOBO XAVIER, «Sobre a contrapartida da amortização da quota», *RDES XVIII* (1971), p. 292ss (máxime, 311; cfr. 296s, 300ss); RAUL VENTURA, *Amortização de quotas. Aquisição de quotas*, Lisboa 1966 (CCTF), p. 52ss [posição retomada, no domínio do CSC, em *Sociedades por Quotas I*, Coimbra (Almedina) 1989, p. 721ss (comentário ao art. 235 do CSC), admitindo a própria amortização (compulsiva) gratuita (p. 724ss, 727s), salvo nos casos do art. 235.2 e da exoneração legal, ressalvados pela lei]; e PALMA CARLOS, anotação ao Acórdão do STJ de STJ de 3.03.1959, *RDES XI* (1960, n.º 3), p. 279s.

⁴⁷ Neste caso, para se determinar o valor da sociedade, há que deduzir ao valor assim encontrado o valor de mercado do respectivo passivo remunerado (financeiro). Sobre o assunto, cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração», cit., *II Congresso DSR* (2012), p. 22ss, com mais indicações (e aludindo também ao problema das PME e às sociedades que funcionam essencialmente como estruturas de separação e gestão de patrimónios, saindo portanto do paradigma legal), bem como, p. ex., TIAGO S. FONSECA, *O Direito de Exoneração* (2008), cit., p. 342s, 345s, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, Coimbra (Almedina) 2002, p. 779s, 790ss, P. ULMER/C. SCHÄFER, *MK BGB* (2009), cit., n. 24ss, 32ss ao § 738, e as indicações aí fornecidas.

Mais desenvolvidamente sobre a moderna teoria do valor e da avaliação de empresas, numa ótica jurídica, cfr., p. ex., BERNARD GROSSFELD, *Recht der Unternehmensbewertung*, Colónia (Rws Kommunikationsforum) 2012, FLEISCHER/SCHNEIDER/THATEN, «Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und den Vereinigten Staaten», in *Der Konzern* 2/2013, p. 61-75, Behzad KARAMI, *Unternehmensbewertung* (2014), cit., máxime, p. 15ss, 50ss, FISHMAN/PRATT/MORRISON, *Standards of Value. Theory and Applications*, Nova Jérsea (John Wiley) 2007, e Shannon PRATT/Alina NICULITA, *The Lawyer's Business Valuation Handbook: Understanding Financial Statements, Appraisal Reports, and Expert Testimony*, Chicago (ABA Publishing) 2013. Uma apresentação sintética dos métodos de avaliação pode encontrar-se igualmente no guia prático da Ordre des Experts-Comptables de França, *Mission d'Évaluation*, Paris 2012, p. 33ss. Acerca do valor relevante para operações societárias como as de fusão, cfr. também Pedro LOBO XAVIER, «A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão», *RDES L* (2009), n.ºs 3 e 4, p. 157-220, em especial, 166ss. Sobre a avaliação de sociedades e participações sociais, tem interesse ainda o Acórdão do STJ de 10.11.2005 (OLIVEIRA BARROS), disponível em www.dgsi.pt (embora mereça reparo a ideia aí expressa de que o «critério justo» para a determinação do valor se situa no «domínio técnico da avaliação de empresas» e não no «âmbito jurídico»). Vejam-se ainda

No princípio do pleno valor radica um correspondente direito ao mesmo do sócio, titular da participação, ou, em caso de morte, dos seus

as indicações constantes de SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das acções* (2006), cit., p. 478ss.

Com outra perspectiva, cfr., em especial: Paulo OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Coimbra (Almedina) 2012, p. 368; CAROLINA CUNHA, «A Exclusão de Sócios», em AAVV (IDET), *Problemas de Direito das Sociedades*, Coimbra (Almedina) 2002, p. 201-233, 228s e notas 65 e 66, bem como anotação 5 ao art. 241 e 3 ao art. 242 do CSC, *CSC em Comentário* (coord. COUTINHO DE ABREU), vol. III, Coimbra (Almedina) 2011, p. 577s, 587s [valor contabilístico, embora dos textos pareça resultar que este valor contabilístico não será simplesmente o que decorre de um balanço elaborado segundo as normas e princípios aplicáveis à elaboração dos balanços de exercício – cfr. «A Exclusão», nota 65, p. 229, e *CSC em Comentário* (2011), anotação ao art. 241, p. 577s e nota 26]; TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», *Revista do Conselho Distrital do Porto da Ordem dos Advogados*, 22/23 (Dez. 2002/Junho de 2003), p. 97-113, 112s, e, na mesma direcção, TARSO DOMINGUES, anotação 2.3 ao art. 235, em *CSC em Comentário* (2011), p. 520, e nota 18; João CURA MARIANO, *O direito de exoneração dos sócios nas sociedades por quotas*, Coimbra (Almedina) 2005, p. 130s e 133 (valor patrimonial, sem levar em conta o aviamento). Cfr., ainda, com uma perspectiva patrimonial alargada do valor legal (incluindo reservas ocultas e o valor de bens imateriais como marcas, patentes, etc.), a que chama *book value*, distinta da perspectiva do rendimento utilizada como base do valor de negociação, PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades comerciais e valores mobiliários*, Coimbra Editora 2011, p. 85s (sobre a contrapartida da amortização de quotas, p. 373s).

COUTINHO DE ABREU, em textos mais recuados, aproximava também o valor real (legal) das participações do valor contabilístico (ou capital próprio): cfr., p. ex., *Curso de Direito Comercial II*³ (2009), p. 225 e 409 (o valor legal é o valor de liquidação ou valor real da quota, muitas vezes próximo do valor contabilístico ou valor do património social líquido, sendo este distinto não apenas do valor nominal mas também do valor comercial ou de transação, dependente de múltiplos fatores, incluindo esse património líquido, o valor de aviamento da empresa social, etc.). Porém, na 4.^a edição do *Curso* (2011), isso já não acontece (cfr. p. 227). No sentido de que o valor em causa deve ser um valor «equitativo apurado segundo as regras da arte, por avaliadores sérios, competentes e independentes», não se confundindo com o valor de balanço, cfr. PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social* (2006), cit., p. 245s e nota 266.

Realça-se que a ideia de empresa e negócio, com o valor correspondente, só paulatina e setorialmente se foi afirmando no discurso jurídico, ao longo do século XX, tendo sido tardia a sua penetração no campo jus-societário das contrapartidas compensatórias. Ela já surge, no entanto, com nitidez no Acórdão do STJ de 22.02.1972 [BMJ 214 (1972), p. 142ss, = RT 90 (1972), p. 260-264, com anotação de J.G. SÁ CARNEIRO], referido adiante, bem como, antes dele, p. ex., em MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», cit., RLJ 87, p. 259s, 273-275 [na determinação do valor real da participação, o ativo social que lhe está na base envolve o aviamento da empresa (aviamento-organização e aviamento-clientela)], FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial* (1973/1968), citado na nota anterior, *ibidem*, e BARBOSA DE MAGALHÃES, *Do Estabelecimento Comercial* (1964), também citado na nota anterior, *ibidem*. Em tempos mais recentes, cfr., p. ex., o Acórdão do TRP de 25.10.2005 (MARQUES CASTILHO) [www.dgsi.pt

sucessores; direito esse de que eles podem dispor. Ou seja, verificando-se os pressupostos da amortização de uma quota (ou da correspondente aquisição pela sociedade, sócio ou terceiro por ela indicado), a sociedade e o sócio ou os seus sucessores podem estabelecer por *acordo* o valor a receber por estes (art. 235.º, n.º 1); e pode também a sociedade deliberar a amortização em certos termos, incluindo os financeiros, e o sócio ou os seus sucessores conformarem-se com eles⁴⁸. Tal valor será via de regra inferior ao valor real, mas – dentro da autonomia geral da sociedade e respeitando quer as regras do pacto⁴⁹, se as houver, quer as regras legais de formação da vontade social – poderá também ser igual ou superior. Estamos perante uma manifestação da liberdade contratual e, mais especificamente, do poder reconhecido a cada um de dispor sobre o seu património (incluindo através da renúncia, total ou parcial, àquilo a que se tem direito), tendo por isso carácter geral. Ou seja, a disponibilidade do direito em apreço existe em relação a quaisquer participações sociais, civis ou comerciais.

Problema distinto consiste em saber se a própria regra legal que atribui ao sócios e seus sucessores o direito ao contravalor real das participações pode ser – não apenas «desaplicada» num caso concreto, mediante ato ou acordo «renunciativo» do titular, como acabamos de ver – mas substituída por regra diferente. A esse respeito, o art. 235.º, n.º 1, admite, para as quotas, tal substituição, através de *cláusula estatutária*, podendo esta, dentro do respectivo âmbito objectivo, revestir carácter geral e abstrato ou visar apenas certo sócio ou sócios⁵⁰. Regra idêntica, afluída igualmente

(considerando que o valor da sociedade relevante engloba o valor de *trespasse* ou *goodwill*, a capacidade de gerar lucros da respetiva empresa)]. No sentido de que o pertinente valor real das participações se determina mediante avaliação das mesmas, cfr. o Acórdão do STJ de 12.04.2004 (LUCAS COELHO), *www.dgsi.pt*, III, 2.2 (texto correspondente às notas 16 e 17).

⁴⁸ Sobre o tema cfr., p. ex., RAUL VENTURA, *Sociedades por Quotas I*, Coimbra (Almedina) 1989, anot. 2 ao art. 235 do CSC (p. 722ss, considerando não estarmos perante um acordo em sentido técnico).

⁴⁹ Sobre o assunto, cfr. RAUL VENTURA, *Sociedades por Quotas I* (1989), cit., anot. 2 ao art. 235 do CSC (p. 722s).

⁵⁰ Na verdade, está em causa a conformação das participações sociais numa dada sociedade, que tanto pode aplicar-se, uniformemente, a todas elas, como respeitar especificamente à participação de certo sócio. Cfr., a este respeito, o que, na parte relativa ao direito alemão, se referiu acerca da inadmissibilidade de restrições antecipadas ao valor a receber mediante acordo não inserido no pacto social – o que está em consonância com a regra de que a conformação das participações sociais, com tendencial eficácia *erga omnes*, resulta da lei e do pacto social («supra», nota 20). Acerca do problema dos acordos parassociais omnilaterais, cfr., em geral, M. CARNEIRO DA FRADA, «Acordos parassociais "omnilaterais"», *DSR I/II* (2009), p. 97-135, bem como as observações de Diogo COSTA GONÇALVES, em

nos arts. 241.º, n.ºs 2 e 3, e 242.º, n.º 4, vale para a amortização, liquidação ou aquisição alternativa das demais participações sociais, apesar do silêncio da lei.

Não se estabelecem limites expressos à *autonomia estatutária* em apreço – que é, mais especificamente, uma autonomia conformadora das participações sociais e das correspondentes relações dos sócios com a sociedade e entre si – a não ser em dois casos: no da amortização de quotas executadas (art. 235.º, n.º 2) e no da exoneração com fundamento legal (art. 240.º, n.º 8)⁵¹. Dada a sua razão de ser – tutela dos credores pessoais dos sócios⁵²

«Notas breves sobre a socialidade e a parassocialidade», *RDS V* (2013), n.º 4, p. 792ss. Em especial no que toca às cláusulas de amortização ou liquidação de participações por morte do sócio, a que alude o art. 225.4 do CSC, viu-se também que, faltando o pagamento de uma contrapartida apesar de se tratar de participações com valor, uma boa parte da doutrina alemã vê nelas um acordo de disposição gratuita desse valor, por ato entre vivos, destinado a produzir efeitos por morte, acordo esse inserido no pacto social. Em Portugal, quando as cláusulas estatutárias contenham uma liberalidade, no sentido da sua contrariedade à lei, cfr. FERRER CORREIA, «Convenções de liquidação de quota pelo último balanço e liberalidade», *RDES VI* (1950-51), p. 88-110, máxime, 94ss; mas cfr. a posição diferente de MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço» [RLJ 86 (1953-54) e 87 (1954-55)], *RLJ* 87, p. 18ss e 210, 33s (as cláusulas são tipicamente onerosas, integrando-se na economia do contrato de sociedade; e mesmo quando num particular caso concreto lhes corresponda uma intenção liberal, estará em causa um ato de disposição entre vivos e de bens presentes, feita através da modulação ou estruturação do complexo direito social de cada um dos sócios), e o Acórdão do STJ de 29.06.1973 (OLIVEIRA CARVALHO), *RT* 91 (1973), p. 323-335 (anotado), p. 326 (cfr. também a anot VI da *RT*, p. 333, citando o Acórdão recorrido, do TRP).

⁵¹ Sobre a autonomia estatutária em apreço, cfr., em geral: por um lado, RAUL VENTURA, *Sociedades por Quotas I* (1989), cit., anots. 1 e 3 ao art. 235 do CSC (p. 722, 724ss) [defendendo que os casos de amortização são muito variados e que nem sempre é conforme à justiça e à equidade o recebimento por um sócio do valor real da quota (na base da amortização pode estar um comportamento culposos ou não, pode haver sócios meramente investidores e sócios empreendedores e, neste caso, a contribuição pessoal de cada um ainda pode ser diversa, etc.), justificando-se por isso uma ampla autonomia estatutária, que o CSC não limita, a não ser através das normas parcialmente imperativas relativas à amortização de quotas executadas e à exoneração] e, na mesma linha, COUTINHO DE ABREU, *Curso II* (2011), cit., p. 411s; por outro lado, ANTÓNIO SOARES, *O novo regime da amortização de quotas* (1988), cit., p. 127, 129-131, 140s. Retoma-se o tema adiante.

⁵² Cfr. o citado *Anteprojeto de Coimbra de LSQ* (1979), anot. ao art. 63 (p. 68), retomando uma ideia de RAUL VENTURA, *Amortização de quotas. Aquisição de quotas próprias* Lisboa 1966, p. 56-58, e *Apontamentos para a reforma (...)* e *Anteprojeto de reforma das sociedades por quotas* (2.ª redação), Lisboa 1969, art. 46.4 (p. 206). Cfr., ainda, deste autor, *Sociedades por Quotas I* (1989), cit., anot. 6 ao art. 235 do CSC (p. 728s), bem como, mais latamente acerca do problema da amortização de quotas apreendidas judicialmente, no anterior direito, AVELÁS NUNES, «O Direito de exclusão» (1968), cit., nota 40, p. 122ss, com mais indicações. Tanto a solução legal como o fundamento que lhe subjaz (indisponibilidade dos interesses de

e da liberdade económica destes sócios⁵³ –, embora formulados para as sociedades por quotas, estes limites valem igualmente, pelo menos em princípio, para situações correspondentes envolvendo outras participações, civis ou comerciais⁵⁴. E não são os únicos: também no caso de uma transmissão voluntária entre vivos de quotas ou acções não consentida é de rejeitar que o pacto preveja um valor de amortização ou aquisição alternativa inferior – pelo menos sensivelmente inferior – ao valor real da participação, nos termos dos arts. 231.º e 329.º, n.º 3⁵⁵.

Porém, fora desses casos, tal como já sucedida no domínio anterior ao CSC, os textos não têm sido objecto de interpretação uniforme – mormente no que toca à privação compulsiva de quotas (mediante amortização ou aquisição). Dão-se em seguida algumas indicações, começando por uma breve nota histórica⁵⁶.

terceiros, no caso os credores) são discutíveis, como o revela a evolução do pensamento jurídico e da jurisprudência ocorrida na Alemanha, em que se salienta o Acórdão do BGH de 12.06.1975 (BGHZ 65, p. 22ss; cfr. «supra», nota 24). Na verdade, um credor pessoal de um sócio apenas deve poder contar com o que existe no património deste. Se, ao tempo da constituição do crédito, nele existia uma participação amortizável por valor inferior ao real, designadamente, em caso de execução da mesma, é com ele que ele podia contar; não com um valor superior. Ressalvam-se apenas as situações em que haja um tratamento discriminatoriamente desfavorável desses credores (para maiores desenvolvimentos, vejamo-nos as referências feitas a respeito do direito germânico). Cfr. também SANTOS LOURENÇO, *Das sociedades por quotas* (Comentário...), Lisboa 1926, p. 280.

⁵³ Esta, com a implicada vertente individual da liberdade de associação [cfr., em geral, EVARISTO MENDES, in Jorge Miranda/Rui Medeiros, *CPA I*, Coimbra Editora 2010, anotações XXVI e XXXVII ao art. 61 da CRP (p. 1221ss)] e de «libertação da propriedade» da gestão alheia, bem como com uma dimensão institucional, de ordenação económico-societária, em que se incluem objetivos de contenção de comportamentos oportunistas ou opressivos. Sobre o tema, cfr. RAUL VENTURA, *Sociedades por Quotas II* (1989), p. 37, TIAGO S. FONSECA, *O Direito de Exoneração* (2008), cit., p. 349ss, EVARISTO MENDES, «Exoneração» (2012), cit., p. 82, 86ss.

⁵⁴ No caso das sociedades de pessoas, está em causa o valor de liquidação da participação, seja a favor do sócio que se exonera (art. 185.º, n.º 5, do CSC, arts. 1002.º e 1021.º, n.ºs 1 e 2, do CC) seja a favor dos respectivos credores pessoais (arts. 183.º, n.º 2, do CSC, arts. 999.º, n.º 2, e 1021.º, n.ºs 1 e 2, do CC).

⁵⁵ Cfr. ANTÓNIO SOARES, *O novo regime da amortização de quotas*, Lisboa (AAFDL) 1988, p. 128 (embora enquadre a situação na amortização compulsiva), e SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das acções* (2006), cit., p. 474s, 477, 482ss. Cfr., ainda, a nota 6.

⁵⁶ Afirmando um princípio de compensação do sócio cuja quota é amortizada pelo seu valor real, cfr., designadamente, Augusto VICTOR COELHO, *Amortização de quotas*, Coimbra Editora 1955, máxime p. 44ss, 48ss, 64s, 81, 102, 115s, 126s e 130, MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», cit., *RLJ* 87 (1954-55), p. 273ss, AVELÁS NUNES, *O direito de exclusão* (1968), cit., p. 222ss, 231ss,

3.1. Antes do CSC, havia três disposições legais especialmente relevantes: o § único do art. 1277.º do CC de 1867 e os arts. 25.º, § 1.º, e 41.º, § 3.º, da LSQ. O primeiro dispunha que, por morte de um sócio, continuando uma sociedade com os sócios sobreviventes, os herdeiros só teriam «direito à parte que a este [pertencesse] no momento da sua morte, conforme o estado da sociedade, e só [participariam] dos direitos e obrigações posteriores que [fossem] dependência necessária dos direitos adquiridos pelo falecido». O segundo estabelecia que a amortização de quotas poderia «ter lugar ou por acordo, ou nos precisos termos fixados na escritura social». O terceiro previa casos de exoneração de sócio (prorrogação ou fusão da sociedade, alteração do capital), recebendo ele o valor da quota segundo o último balanço⁵⁷.

Quanto ao art. 1277.º do CC, discutiu-se sobretudo se o mesmo tinha caráter imperativo ou não⁵⁸. Quanto à amortização de quotas – mais espe-

328s, 332ss, VAZ SERRA, anotação crítica ao Acórdão do STJ de 12.01.1971, *RLJ* 104 (1971-72), p. 317-320, 317s, ANTÓNIO SOARES, *O novo regime da amortização de quotas* (1988), cit., p. 125ss (máxime, 130, 138s), 243s, e as demais indicações fornecidas «infra».

Dentro da autonomia estatutária reconhecida na matéria, admitindo, em especial, as frequentes cláusulas de amortização (ou liquidação de participações) pelo valor *contabilístico*, cfr., sobretudo: MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», *RLJ* 86, 373ss, *RLJ* 87, p. 4s, 17ss, 209s (até valor menor); FERRER CORREIA/VASCO LOBO XAVIER, «Sobre a contrapartida da amortização da quota», *RDES* XVIII (1971), p. 292ss (mesmo que balanço tenha sido aprovado por maioria); Ac. do STJ de 3.03.1959 (AGOSTINHO FONTES), *BMJ* 85 (1959), p. 642ss/650ss = *RLJ* 92 (1959-60), p. 292ss, com anotação de PIRES DE LIMA (p. 303s) [último balanço, mas VC restrito; voto de vencido (LENCASTRE DA VEIGA) – locupletamento à custa alheia e abuso de direito]] = *RDES* XI (1960), p. 237ss, com anotação de PALMA CARLOS (p. 258ss/277ss); Ac. do STJ de 17.07.1964 (GONÇALVES PEREIRA), *BMJ* 139 (1964), p. 332-344 (ainda que balanço aprovado por maioria); ANTÓNIO SOARES, *ob. cit.*, p. 137ss (dentro dos limites do abuso do direito). Cfr., ainda, entre muitos, os Acórdãos do STJ de 17.07.1964 [*BMJ* 139 (1964), p. 332-344, 339] e de 17.01.1969 (LOPES CARDOSO), *BMJ* 183 (1969), p. 238ss, = *RT* 87 (1969), p. 263-267, anotado. Acerca do eventual *abuso* de direito na invocação do regime estatutário restritivo, cfr. «infra».

⁵⁷ O mesmo sucedendo em caso de exoneração do sócio gerente de uma SCA por destituição do cargo (art. 205.º, § 1.º, do CCom). Cfr., ainda, para os casos de exoneração e exclusão nas cooperativas, o art. 222 § único do CCom (direito a retirar a parte de capital, sem levar em conta o fundo de reserva). Note-se que o CC é de 1867, o CCom de 1888 e a LSQ de 1901. Isso permite explicar a pertinência dos valores de balanço, que vieram depois a revelar-se distantes do valor real das sociedades e das participações.

⁵⁸ Defenderam o seu caráter imperativo ou pelo menos negaram a possibilidade de o pacto social estabelecer um critério de valor donde resultasse um valor inferior ao dele decorrente, designadamente: J. G. SÁ CARNEIRO, «Cláusulas de conservação e sociedades unipessoais», *RT* 65 (1947), p. 226ss/229; OCTÁVIO DE BRITO, «Sociedade em Nome Coletivo – Determinação do valor da parte de capital dum sócio. Avaliação dum estabeleci-

cificamente à amortização não consentida (*amortização compulsiva*) –, a discussão andou acima de tudo à volta do sentido e alcance do art. 25.º, § 1.º, no que toca à necessidade de fixar no pacto social os «precisos termos» da amortização. Todos estavam de acordo em que, para haver amortização compulsiva, o pacto social tinha que atribuir à sociedade, de forma clara, o correspondente poder. A partir daqui, as posições divergiam.

Em primeiro lugar, havia quem entendesse que o pacto social tinha que satisfazer dois requisitos. Por um lado, devia prever os *casos* em que tal amortização seria possível – não se considerando preenchido este requisito quando existisse uma permissão de amortizar *ad nutum*, ainda que expressa e com especificação de certa maioria, com ou sem a adicional faculdade de esta maioria escolher a quota a amortizar (dita amortização *por escolha*). Por outro lado, devia estipular os termos ou *condições de preço* e pagamento⁵⁹, ⁶⁰.

mento comercial», ROA 1 (1941, n.º 2), p. 333-346, 334ss; F. MARTINS DE CARVALHO, «Direitos dos herdeiros do sócio falecido», O *Direito* 74 (1942) [p. 130-133, 194-200], p. 194ss; REIS MAIA, *Gazeta Judiciária* 1, p. 183; MÁRIO DE BRITO, «Cláusula de continuação da sociedade em nome colectivo depois da morte de um sócio», *Sclur* 1 (1951), p. 42-47, 43; e, alterando posição anterior, BARBOSA DE MAGALHÃES, «Sobre as cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», *Jornal do Foro* 26 (1962), p. 19-42, 21ss, e *Do Estabelecimento Comercial* (1964), cit., p. 204. Contra esse carácter imperativo, cfr., sobretudo, MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», cit., RLJ 86, p. 372ss, RLJ 87, p. 3ss, 17ss, contestando a tese de que se trata de doação ou disposição por morte (p. 33ss) e admitindo outras cláusulas mais restritivas ou que excluem qualquer compensação dos herdeiros (p. 209s); RAUL VENTURA, *Sociedades Comerciais: Dissolução e Liquidação*, I, Lisboa (Ática) 1960, p. 401ss, 412ss (428ss, quanto às cláusulas de último balanço). O próprio SÁ CARNEIRO viria a reconhecer que a sua tese não vingara: cfr. RT 91 (1973), p. 323-244, 334 (anot. ao Ac. do STJ de 29.06.1973), citando opinião já expressa em RT 87 (1969), p. 263-267, 266 (anotação ao Ac. do STJ de 17.01.1969), e RT 89 (1971), p. 235.

Sobre a possível liberalidade presente nas cláusulas que mandam aplicar o valor de balanço, liberalidade que seria contrária à lei, cfr. FERRER CORREIA, «Convenções de liquidação de quota pelo último balanço e liberalidade», RDES VI (1950-51), p. 88-110, máxime, 94ss (aludindo também à inadequação do balanço ordinário para expressar o valor da sociedade – p. 88s); contra, MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade das cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço» [RLJ 86 e 87], cit., RLJ 87, p. 18ss, 33s, Acórdão do STJ de 29.06.1973 (OLIVEIRA CARVALHO), RT 91 (1973), p. 323-335 (anotado), p. 326 (cfr. também a anot. VI da RT, p. 333, citando o Acórdão recorrido, do TRP).

⁵⁹ Cfr., designadamente: Fernando MARTINS DE CARVALHO, «Amortização de quotas», O *Direito* 69 (1937), p. 130-136, 130ss (no caso da amortização compulsiva, é necessário especificar os casos, para afastar o arbítrio das maiorias ou, inclusive, da minorias deliberativas), e «Amortização de cotas», ROA 1 (1941), n.º 1 (p. 57ss), n.º 2 (p. 357ss, máxime 360ss), n.º 3 (p. 159ss), n.º 4 (p. 560ss) (é necessário estabelecer os casos em que a amortização compulsiva é possível e, em geral, fixar as bases do preço). Este autor

Em contraposição a esta posição de índole proteccionista, havia uma segunda corrente de opinião, no sentido de que a fixação dos casos seria dispensável. Quanto ao segundo ponto, é certo que – para evitar a sujeição do sócio ao arbítrio da maioria, neste aspeto decisivo para a sua decisão de participar na sociedade – se retirava da lei uma exigência de definição no pacto social das *bases do preço*. Mas o objetivo de tal exigência, segundo os partidários desta opinião, era apenas a clareza e a segurança jurídicas, uma vez que não se estabeleciam limites à liberdade de fixação dessas bases⁶¹.

Entre os dois extremos, defendeu-se também, por um lado, a necessidade da fixação dos casos em que a amortização podia ser imposta aos sócios, a par da *liberdade de estipulação quanto à contrapartida*, podendo a amortização ser, inclusive, gratuita⁶². Por outro lado, a desnecessidade de

parece admitir, no entanto, a amortização forçada, com perda do valor da participação a favor da sociedade, a título de «*cláusula penal*», dispensando-se então a especificação do preço (ROA 1, n.º 2, p. 365), e também não questiona, no primeiro artigo, uma cláusula que mandava atender ao último balanço (discutindo apenas a sua interpretação). Quer dizer, diferentemente do que sucede em escrito ulterior [cfr., nas SNC, «Direitos dos herdeiros do sócio falecido, quando a sociedade continue com os sócios sobreviventes», *O Direito* 74 (1942), p. 130-133, 194-200, e 75 (1943), p. 130-132], relativo à liquidação de participações por morte do titular, o autor não chega a afirmar que o «preço» devido terá que corresponder, pelo menos em princípio, ao valor real da quota. Considera justificado, como previsto na lei, o valor do último balanço nos casos de exoneração, em cooperativas e sociedades por quotas (salvo no caso de transformação), uma vez que o sócio só sai se quiser, e de exclusão de cooperadores, como «pena contratual» (*O Direito* 74, p. 131s). Mas, dada a finalidade, o espírito e a possível desatualização de tal balanço, entende tais casos como excecionais (*ibidem*, p. 132s); não valendo regra semelhante para a liquidação da parte social por morte do sócio (cfr. *O Direito* 74, p. 194ss, e 75, p. 130ss). Observa, ainda, por um lado, que, salvo casos especialíssimos, como os das disposições legais apontadas, a liquidação da participação de um sócio pelo valor do último balanço é «ilegal, imoral e iníqua» (*O Direito* 74, p. 133); por outro lado, em tom conclusivo, que, como defendera naqueles outros artigos, um sócio só deve estar sujeito à perda da qualidade social nos casos taxativamente indicados na lei ou nos estatutos e por um preço determinado no pacto social, «mas nunca inferior ao valor de liquidação da quota», como decorre do direito à manutenção da qualidade de sócio e do princípio da igualdade de tratamento dos sócios (*O Direito* 75, p. 132).

⁶⁰ Uma variante possível desta concepção seria a de dispensar a estipulação das condições do preço, por se considerar nesse caso devido o valor real da quota, à semelhança do entendimento que prevaleceu na Alemanha, aplicando ou não o art. 1277.º do CC e, após a sua entrada em vigor, o art. 1021.º do CC atual. Acerca da aplicabilidade deste artigo, no domínio da LSQ, tornando desnecessária a regulação estatutária do assunto, embora admitindo a estipulação de valor inferior ao dele resultante, cfr. AVELÂS NUNES, *O Direito de exclusão* (1968), cit., p. 231ss e notas 151 e 154, p. 328, 332ss.

⁶¹ Cfr., p. ex., I. GALVÃO TELES, «Amortização de quotas», ROA 6 (1946), p. 64-69.

⁶² Defenderam a necessidade de estipulação dos casos em que a amortização compulsiva era permitida, embora aceitando uma limitação estatutária do valor a pagar, designa-

fixação dos casos, mas a necessidade de pagamento do *valor real* da quota, seja aplicando os preceitos da lei civil, seja especificando os respetivos critérios no pacto social em conformidade com o aí estabelecido⁶³.

damente, MANUEL DE ANDRADE (cfr. a seguir), PIRES DE LIMA (cfr. a seguir), ADOLFO BRAVO, «Amortização de cotas: sua regulamentação e pagamento», *GRL* 54 (1940), p. 97s, FERRER CORREIA/LOBO XAVIER, «A amortização e cotas e o regime da prescrição», *RDES* XII (1966/n.º 4), p. 13-102, 75ss, FERRER CORREIA/LOBO XAVIER, «Sobre a contrapartida», cit., *RDES* XVIII (1971) [p. 292-316], p. 307, e AVELãs NUNES, *O Direito de exclusão* (1968), cit., p. 218ss, 234ss, e notas 140s. A necessidade de especificação dos casos surge já afirmada também nos Acórdãos do STJ de 28.07.1939 (SAMPAIO DUARTE), *RLJ* 72 (1939-40), p. 325-336, com anotação favorável de PIRES DE LIMA, p. 331ss, e de 14.06.1940 (M. PIMENTEL), *GRL* 54 (1940), p. 99-101. Cfr., ainda, o Ac. do STJ de 3.03.1959 (AGOSTINHO FONTES) [*BMJ* 85 (1959), p. 642ss, 650ss, com voto de vencido (LENCASTRE DA VEIGA, invocando o locupletamento à custa alheia e o abuso de direito)], = *RLJ* 92 (1959-60), p. 292ss, com anotação de PIRES DE LIMA (p. 303s), = *RDES* XI (1960, n.º 3), p. 237ss, com anotação de PALMA CARLOS (p. 258ss/277ss). Em relação ao mesmo caso, cfr. também as observações críticas de MANUEL DE ANDRADE, «Amortização de quotas», *RLJ* 93 (1960-61), p. 228-233, quer quanto a esse aspeto quer quanto ao valor da amortização, salientando ainda o especial problema que resulta da combinação de uma cláusula que permite a amortização sem especificação dos casos com um valor inferior ao real.

Admitiram a própria amortização gratuita, em geral, RAUL VENTURA, *Amortização de Quotas. Aquisição de quotas próprias*, Lisboa 1966 (separata de CTF 88 e 89), p. 17-114, 21s, 48 e 49 (notas 19 e 19a), e FERRER CORREIA/LOBO XAVIER, «Sobre a contrapartida», cit., *RDES* XVIII (1971) [p. 292-316], p. 301s (com mais indicações). E admitiram-na especificamente, a título punitivo, Ruy GOMES DE CARVALHO, *Amortização de ações e de quotas*, Lisboa 1931, p. 28s (aceita a amortização gratuita de quotas e ações, ou por valor inferior ao real, como penalidade associada a certo facto-fundamento, se o pacto social o estabelecer), e A. AZEVEDO SOUTO, *Lei das Sociedades por Quotas Anotada*, Coimbra Editora 1941 (3.ª ed.), p. 99 (= p. 119 na 6.ª ed., de 1968, revista e actualizada por M. B. Fonseca). J. G. Sá CARNEIRO retirava do § 2.º do art. 25 da LSQ que a amortização gratuita era excluída, porque seria um confisco, mas, citando, Ruy Gomes de Carvalho, entendia que ela podia ter esse carácter gratuito como penalidade para castigar um sócio infractor [cfr. RT 82 (1964), p. 330 (anot. ao Ac. do STA de 27.05.1964, *ibidem*, p. 328s)]. Cfr. também SANTOS LOURENÇO, *Da amortização de cotas*, Lisboa s/d, p. 54ss (não contesta cláusula de valor contabilístico, embora discuta a sua interpretação), mas considerando que o exercício do poder de amortização compulsiva (e excludente) pode ser ilegítimo por abusivo e com locupletamento à custa alheia (p. 70ss).

⁶³ Cfr. Augusto VÍCTOR COELHO, *Amortização de quotas*, Coimbra Editora 1955, máxime p. 44ss, 48ss, 64s, 81, 102, 115s, 126s e 130 [os capitais «congregados» na sociedade pertencem indiretamente aos sócios investidores (p. 17); um sócio, quando sai da sociedade deve poder receber o que lhe compete, tendo em conta a situação real da sociedade, ou seja, o valor real ou justo valor da sua quota, evitando-se um locupletamento dos demais à sua custa, tratando igualmente todos os sócios e levando-os a trabalhar para o bem comum; o mesmo acontecendo com os seus herdeiros; o pacto social de uma SQ pode prefixar o valor da amortização, mas esse valor tem que ser o seu valor exato; isso é assim mesmo quando a amortização tenha carácter punitivo; o VC é em geral inadequado – p. 46ss, 105s].

No que respeita ao controlo pelos tribunais do *exercício* do poder de amortizar – para além do eventual controlo da validade e eficácia das cláusulas do pacto social e da respetiva introdução no mesmo –, em nome da justiça e da equidade, do princípio do não locupletamento injustificado à custa alheia, do abuso do direito, etc., a situação mostra-se pouco esclarecedora. O aresto do STJ porventura mais significativo é o Acórdão de 22.02.1972⁶⁴. Estava em causa uma SQ, constituída nos finais de 1945, entre dois sócios, com um capital de 50 contos, dividido em duas quotas,

⁶⁴ O Acórdão foi relatado por J. Santos CARVALHO JÚNIOR e encontra-se publicado no *BMJ* 214 (1972), p. 142ss, bem como na *RT* 90 (1972), p. 260-264, com anotação de J.G. SÁ CARNEIRO, e na *RLJ* 106 (1973-74), p. 39-43, com anotação de VAZ SERRA (p. 41-43). Nesta anotação, VAZ SERRA começa com a seguinte observação: «A solução do acórdão constitui uma reação contra a prática de verdadeiras extorsões muitas vezes realizadas por sociedades em prejuízo de sócios ou herdeiros destes», «prática que, além de ilegal, é profundamente injusta» (p. 42); e acrescenta que já antes se insurgira contra ela: *RLJ* 104 (1971-72), p. 317ss. Escreve ainda que o sentido da cláusula, quando o balanço não tenha sido aprovado por todos os sócios (e a amortização não seja por acordo), é o de se reportar a um balanço «exato», que traduza o valor exato do património nele revelado, pelo que «este tem, portanto, de traduzir a situação real, efetiva da sociedade», «sem o que os sócios ou seus herdeiros ficariam sujeitos ao arbítrio» da mesma, «já que a assembleia geral desta pode fixar ao património social um valor muito diferente do real, e até um valor irrisório» (p. 43). Na *RLJ* 104, anotando o Acórdão do STJ de 12.01.1971 (ALBUQUERQUE ROCHA), no qual se discutia a validade e aplicação de uma cláusula de prefixação anual do valor da amortização de quotas, o autor em apreço começa por assinalar: «parece-nos que a mais justa solução era a de ser o preço da amortização da quota calculado de harmonia com o valor real da empresa, de modo a não serem os herdeiros desfalcados de um valor pertencente ao património do *de cuius*: se este tivesse vendido a sua quota pelo preço correspondente ao valor dela, isto é, pelo preço proporcional ao valor efectivo da empresa social, os seus herdeiros receberiam, por sucessão, esse preço; não a tendo ele vendido e sendo ela amortizada depois da sua morte, os herdeiros vieram a receber uma quantia muito inferior ao valor da quota, locupletando-se, assim, a sociedade, e, indirectamente, os outros sócios, com o resto» (p. 317). «Isto não parece justo; e o artigo 1021.º do Código Civil, mesmo que não se lhe atribua carácter imperativo (o que é discutível [cfr. Avelãs Nunes, p. 328ss]), mostra que tal não satisfaz o critério da lei, pois dispõe que, “nos casos de morte ou exclusão de um sócio, o valor da sua quota é fixado com base no estado da sociedade à data em que ocorrer ou produzir efeitos o facto determinante da liquidação” (vid. já o art. 1277.º, § único, do Cód. Civ. de 1867)» (*ibidem*). Além disso, interpreta a cláusula em questão no sentido de que a assembleia anual deveria prefixar o valor a pagar tomando por base o valor real da empresa social, isto é, segundo o disposto no art. 1021.º do CC (p. 317-319). Acrescenta, ainda, que, se não se der à cláusula essa interpretação, admitindo-se, como se faz no Acórdão, a fixação arbitrária do valor pela assembleia, a deliberação de amortização seria contrária à lei, visto a LSQ exigir o estabelecimento no pacto social dos «precisos termos» da amortização, não podendo eles portanto ser fixados fora do mesmo (p. 319); e o facto de o sócio ter votado genericamente o valor em causa na assembleia também não poderia valer como consentimento ou acordo, dispensando essa fixação, porque o

uma de 22,5 (representando 45% do capital) e a outra de 27,5. Cerca de 20 anos depois, em 1966, o sócio minoritário morre e, ao abrigo do pacto social, a sociedade delibera a amortização da quota pelo valor do último balanço aprovado, relativo a 1965. Números redondos, esse valor era de 51,5 contos, tendo sido ele o fixado pela sociedade. O sócio, que viria a falecer poucos meses depois, não participou na deliberação de aprovação do balanço. E os herdeiros também não tomaram parte na deliberação de amortização. Nenhuma das deliberações foi impugnada. A sociedade requereu judicialmente o depósito dos 51,5 contos e esse valor foi contestado, na acção, pelos sucessores. O Tribunal da Comarca de Faro deu-lhes razão, mandando completar o depósito com mais 135 contos, de modo a perfazer 186,5 (valor arredondado). A Relação revogou a sentença, mas o Supremo viria a decidir no mesmo sentido da primeira instância.

Os dados económico-financeiros eram os seguintes: o valor do ativo do balanço de 1965 elevava-se a cerca de 211 contos; a situação líquida acusada pelo mesmo balanço era de 114,5 contos (número redondo), dos quais 51,5 cabiam à quota do falecido; o «valor locativo do estabelecimento da sociedade», também dito valor do «direito à chave e trespasse», ausente do balanço, era pelo menos de 300 contos, correspondendo aqueles 135 contos a 45% deste valor. O STJ entendeu ser devido este valor adicional de 135 contos utilizando dois argumentos. *Primeiro*: aderindo ao pensamento de Manuel de Andrade (RLJ 87, p. 242), considerou que uma cláusula de amortização pelo valor do último balanço só torna este vinculativo para o sócio cuja quota é amortizada e os seus herdeiros se o balanço tiver sido aprovado por todos os sócios, sendo esse o seu sentido, a menos que dela resulte expressamente que basta a sua aprovação por maioria; donde concluiu que a deliberação de amortização da quota que fixou o valor a pagar em 51,5 contos não vinculava os herdeiros do sócio falecido. *Segundo*: como o «direito à chave e trespasse é um dos elementos do ativo do estabelecimento» da sociedade (assim, Barbosa de Magalhães⁶⁵ e Fernando Olavo), deve, em geral, ser levado em conta quando se estabelece o valor de amortização de uma quota, uma vez que este é determinado como se toda a sociedade fosse desde logo liquidada (assim, Manuel de Andrade, RLJ 87, p. 260 e 273, Augusto VICTOR COELHO, *Sclur* 22, p. 171). Ora, no caso, daí resultaria um valor de amortização de 186,5 (51,5+135), o que torna a solução de considerar como tal o valor de 51,5

seu voto não respeita especificamente à sua quota (p. 319s). Cfr., ainda, a anotação de Vaz SERRA ao Acórdão do STJ de 29.06.1973, referido adiante.

⁶⁵ Cfr. «supra» o que se referiu acerca do valor do estabelecimento comercial para este autor, nota 46.

(menos de 3 vezes e meia o anterior) «clamorosamente injusta» para os sucessores do sócio falecido e «injustificadamente favorável» à sociedade, possibilitando a esta locupletar-se sem justa causa com o valor de 135 contos; ou seja, haveria um caso de «abuso do direito de amortização», o que não é permitido pela lei, mesmo aplicando-se o CC de 1867, conforme o entendimento da doutrina.

Por conseguinte, abstraindo de pormenores⁶⁶, extraem-se do Aresto duas importantes regras: 1.^a) em princípio, o valor de amortização de uma quota corresponde a uma fracção do valor da sociedade, entendendo-se como tal o *valor de liquidação* desta *com trespassse* da respectiva empresa ou negócio (ou, numa ótica de continuidade, a soma do respectivo valor de balanço e do valor de aviamento do negócio ou empresa); 2.^a) quando for estatutariamente pertinente o valor de balanço (do último balanço⁶⁷), sem mais especificações, mas o balanço não tiver sido aprovado por todos os sócios, havendo uma grande discrepância entre esse valor e o valor real, tal valor de balanço não pode ser imposto pela sociedade a um sócio (que o não votou e) cuja quota seja amortizada compulsivamente, ou aos seus herdeiros, porque isso implicaria um *abuso de direito*⁶⁸.

Este tema do abuso do direito de invocar uma cláusula estatutária relativa ao valor da participação viria a ser retomado pelo Supremo no subsequente Acórdão de 29.06.1973⁶⁹. No essencial, afirmou-se aí, também

⁶⁶ Cfr., a este respeito, p. ex., as observações constantes da citada anotação da RT.

⁶⁷ O conceito de «último balanço», no contexto em análise, presta-se a controvérsia, embora o sentido normal das cláusulas – e conforme ao princípio da igualdade de tratamento – seja o de que está em causa o balanço de exercício e não qualquer último balanço. Para um caso particular, cfr. o Acórdão do STJ 17.07.1973 (J. SANTOS CARVALHO JÚNIOR), *BMJ* 229 (1973), p. 195-202 (num caso de amortização por morte de um dos dois únicos sócios de uma SQ, o balanço discutido fora aprovado pelo sócio sobrevivente após a morte daquele cuja quota foi amortizada).

⁶⁸ Um caso de discrepância enorme entre o valor nominal (estatutário) e o valor real (levando em conta o valor do estabelecimento, calculado numa base redivitória, mas salientando como fatores de valor decisivos a clientela e o nome comercial, que permitem um bom volume de negócios e correspondentes lucros) é também apreciado por OCTÁVIO DE BRITO, «Sociedade em Nome Colectivo» (1941), cit., mas resolvido no plano da validade da cláusula do pacto social, considerada contrária a norma imperativa da lei [ROA 1/(2), p. 333ss].

⁶⁹ O Aresto foi relatado por OLIVEIRA CARVALHO e publicado no *BMJ* 228 (1973), p. 245-251, bem como, com anotação, na *RT* 91 (1973), p. 323-335, e na *RLJ* 107 (1974-75), p. 203-208, 212-214, com anotação de VAZ SERRA. Nesta anotação, VAZ SERRA volta a realçar os limites à liberdade de estipulação de cláusulas estatutárias de que resulta um valor inferior ao real (p. 207s, 212ss), aludindo em especial ao eventual carácter usurário das mesmas, bem como, fora desta hipótese, à sua eventual índole manifestamente injusta ou iníqua, acompanhada da respetiva aceitação sob pressão ou por ignorância do direito reconhecido pelo

no contexto da morte de um sócio (de SQ), por um lado, a validade das cláusulas que permitem a amortização pelo valor *nominal*, quer em face do direito societário e dos contratos, quer do regime das liberalidades⁷⁰; por outro lado, a possibilidade de – em caso de discrepância entre tal valor e o valor real – haver *abuso de direito* na concreta fixação do valor da amortização da participação (citando o Aresto anterior), podendo o lesado reagir «requerendo o exercício equilibrado do direito», através de um pedido de correção do valor⁷¹.

art. 1021.º do CC, podendo configurar-se aí um abuso da liberdade contratual (art. 334.º do CC) (p. 208, 213s), e referindo que uma cláusula de valor nominal como a presente «pode ter de ser corrigida em atenção a circunstâncias supervenientes que alterem a base de que as partes partiram ao estipulá-la» (arts. 423.ºss do CC) (p. 214).

⁷⁰ Cfr. a RT 91 (1973), p. 326.

⁷¹ Cfr. a RT 91, p. 326s. No caso concreto, a herdeira cuja quota foi amortizada não fizera, porém, tal pedido, discutindo antes a validade da deliberação, que o STJ entendeu não poder ser posta em causa (a simples desconformidade do valor estatutário e do valor real não constitui, só por si, abuso de direito; e a deliberação de amortização em si também não viola o art. 334.º do CC). Daí a seguinte passagem: «Se há reservas substanciais resultantes da atividade social, o não pagamento delas pode, verificado certo condicionalismo, corresponder a uma situação de abuso de direito, mas esse problema, estranho ao objeto da lide, não pode ser apreciado neste recurso» (p. 327).

Admitindo um abuso de direito objetivo na aplicação de cláusula estatutária de valor contabilístico reduzido, desproporcionadamente baixo, com o intuito de locupletamento injusto, embora dentro de condicionalismo particular, cfr. MANUEL DE ANDRADE, «Amortização de Quotas», *RLJ* 93 (1960-61), p. 228-233, 233 (valor desproporcionadamente baixo em virtude de no balanço haver uma injustificada depreciação do ativo; invocação abusiva de balanço com subestimação grave do ativo, a menos que sócio o tivesse aprovado sabendo disso e encarando a possibilidade de ele vir a funcionar na amortização da sua quota, e amortização da quota nessas condições para pôr termo a litúgio pendente). Trata-se de parecer relativo ao caso decidido pelo STJ no Acórdão de 3.03.1959 (AGOSTINHO FONTES), *BMJ* 85 (1959), p. 642-658, = *RLJ* 92 (1959-60), p. 292-303, com anotação de PIRES DE LIMA, p. 303 e 304. Cfr. também, em termos muito genéricos, *RLJ* 87 (1954-55), p. 305ss/307s. Pronunciando-se sobre as cláusulas de valor do último balanço, aceitaram, igualmente, um controlo através do abuso do direito FERRER CORREIA/LOBO XAVIER, «Sobre a contrapartida», cit., *RDES* XVIII (1971) [p. 292-316], p. 311ss, 316 (advertindo, no entanto, não ser fácil que o funcionamento de uma cláusula desse tipo conduza a abusos em prejuízo de um sócio ou dos seus herdeiros). Salientando a necessidade de pôr termo aos abusos consistentes em amortizar quotas por valor clamorosamente inferior ao real, não apenas por razões de equidade, mas também de igualdade de tratamento, ordenação societária (empenhamento tranquilo dos sócios na vida da sociedade) e por tal ser causa de desprestígio das sociedades por quotas, cfr., ainda, A. VICTOR COELHO, «O preço da amortização de quotas» (1956), cit., p. 160, 170ss (defendendo que a prefixação das bases do preço ou do próprio preço no pacto social só é de aceitar quando este corresponda ao valor real – cfr. conclusão de p. 175).

3.2. No panorama atual, cabe referir, antes de mais, o Acórdão do STJ de 15.11.2007, relativo a uma exclusão de sócio por violação grave de obrigação estatutária de não concorrência, que justificou a amortização da quota pelo respetivo *valor nominal*, como especificamente previsto no pacto social⁷². O Supremo admitiu a validade da cláusula e considerou não abusivo o exercício da faculdade nela prevista, aludindo à ideia de uma *pena convencional*, que pode considerar-se especialmente legitimada pelo art. 241.º, n.º 3⁷³.

Na doutrina, falta um tratamento aprofundado do tema. Colhem-se, em todo o caso, algumas indicações de índole geral. Sem desenvolver o assunto, uma parte dos autores segue na linha de RAUL VENTURA, segundo o qual, pelo menos quanto às SQ (cfr. os arts. 235.º, n.º 1, 241.º, n.º 3, e 242.º, n.º 4), o CSC não estabelece limites à liberdade conformadora das participações sociais para além dos assinalados, constantes do art. 235.º, n.º 2, e 240.º, n.º 8⁷⁴; a que importa acrescentar, como se observou, os que se extraem dos arts. 231.º e 329.º, n.º 3 (e, ainda, 490.º). Alguns outros vão, no entanto, mais longe, admitindo explicitamente restrições à autonomia corporativa⁷⁵.

⁷² O Acórdão foi relatado por CUSTÓDIO MONTES e publicado na *CJSTJ* 2007/III, p. 153-156; cfr. também www.dgsi.pt.

⁷³ Cfr. *CJSTJ* 2007/III, cit., p. 154 e 156. Admitindo a própria exclusão de sócio sem pagamento de contrapartida, cfr. o Acórdão do STJ de 9.01.1992 (CABRAL DE ANDRADE), *BMJ* 413 (1992), p. 561-569, 565ss (aplicando ainda a LSQ; mas o Supremo apenas afirma a validade de uma cláusula do pacto social que permitia a exclusão sem contrapartida, não aprofundando o tema).

⁷⁴ Assim, além de RAUL VENTURA, *Sociedades por Quotas I* (1989), cit., p. 721, 724ss (admitindo inclusive, sem estabelecer fronteiras, a amortização gratuita), COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial II* (2011), cit., p. 411s (admitindo também a amortização gratuita). Cfr. também P. TARSO DOMINGUES, comentário ao art. 235.º do CSC, em COUTINHO DE ABREU (coord.), *CSC em Comentário*, vol. III, Coimbra (Almedina) 2011, p. 518s (n.ºs 1, 2 e 2.1 e notas 2 e 8), afirmando o carácter supletivo do art. 235.º, n.º 1, salvo nos casos dos arts. 235.º, n.º 2, e 240.º, n.º 8, mas sem tomar posição clara sobre a extensão da autonomia, mormente sobre a admissibilidade da amortização gratuita. Fora os casos dos arts. 235.º, n.º 2, e 240.º, n.º 8, considera que o disposto no pacto é para respeitar, salvo se isso implicar um *abuso de direito* (p. 519, n.º 2.1 e nota 13, citando ANTÓNIO SOARES e TIAGO S. FONSECA).

⁷⁵ Cfr., neste sentido: ANTÓNIO SOARES, *O novo regime da amortização de quotas* (1988), cit., p. 127, 129-131 [entendendo que a amortização compulsiva tem sempre carácter oneroso (a lei apenas admite a estipulação de um critério de valor diferente do supletivo, donde pode resultar uma contrapartida aquém do valor real da quota, como forma de penalização do sócio ou de dissuasão de certos comportamentos) e aludindo à posição da RT, ano 82 (1964), em anotação ao Ac. do STA de 25.05.1964, que fala a este respeito em confisco], 140s (as cláusulas que estabelecem valor inferior ao real estão sujeitas ao limite do abuso

Na verdade, falta saber se é possível extrair tais restrições – e em que termos: (i) dentro do direito societário, do princípio da igualdade de tratamento, do princípio da correção ou lealdade societário (*dever de fidelidade ou lealdade*) e de um princípio ordenador e de tutela das minorias contra comportamentos oportunistas e opressivos (injustamente prejudiciais) das maiorias; (ii) vendo a questão no contexto mais geral do ordenamento jurídico, dos arts. 280.º, n.º 2 (ordem pública e bons costumes), 282.º (negócios usurários), 334.º (abuso do direito, mormente por violação do princípio da boa fé) e 437.º (alteração das circunstâncias) do CC,

de direito – citando Manuel de Andrade e o referido Ac. do STJ de 22.02.1972); CAROLINA CUNHA, «Exclusão» (2002), cit., p. 228ss [quanto à amortização compulsiva em geral, o art. 235.º, n.º 1, deve ser objeto de interpretação restritiva, afastando-se a «imposição de um critério ou de um valor que redunde, *a priori*, numa diminuição previsível do valor a receber pelo sócio» relativamente ao que se estabelece no art. 235.º, n.º 1a), que redundaria numa renúncia antecipada a um direito futuro ainda não consolidado na esfera jurídica do seu potencial titular (contra o princípio da proibição de doação de bens futuros – art. 942.º do CC); no que respeita à exclusão de sócios, efetivada ou não através da amortização, já é de aceitar uma maior liberdade de modelação da contrapartida pelo pacto social, que pode ir até à sua supressão, a título de pena convencional, sujeita aos limites do art. 812.º do CC], reafirmando a posição em anotação aos arts. 241.º e 242.º do CSC, no citado CSC em Comentário III (2011), p. 578, 587s; OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, IV – *Sociedades Comerciais*, Lisboa 2000, p. 375 (autonomia reconhecida pelo art. 241.º, n.º 3, não poderá ser «pretexto para o locupletamento da sociedade ou dos outros sócios»); PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais* (2011), cit., p. 374 (salvo no caso de exclusão por justos motivos, em que a amortização surge como uma penalidade, não são lícitas as cláusulas de amortização de quotas pelo valor nominal, por um valor abaixo deste ou gratuita, as quais traduziriam uma renúncia antecipada ao direito aos lucros); MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, II, *Das Sociedades em Especial*, Coimbra (Almedina) 2007, p. 389 (cláusulas de contrapartida, na amortização de quotas, têm de ser minimamente compensatórias, se não estamos perante atos gratuitos sujeitos ao disposto nos arts. 809.º e 942.º, n.º 1, do CC, bem como às regras sucessórias), e in CSC Anotado (2011), cit., p. 704 [anot. 13 e 14 ao art. 241.º: a exclusão pode designadamente provocar danos difusos, capazes de justificar uma contrapartida abaixo do valor real, havendo então uma espécie de cláusula penal, viável pelo art. 810.º, n.º 1, do CC; mas a compensação tem que ser significativa, porque o direito não permite confiscos privados, enriquecimentos escandalosos ou a postergação do espírito da lei; critica por isso o Ac. do STJ de 15.11.2007, que admitiu a exclusão pelo valor nominal (valor este que em regra não tem nada a ver com a real situação da sociedade) – nota 9]; TIAGO S. FONSECA, in CSC Anotado (coord. MENEZES CORDEIRO) (2011), cit., p. 686s (anot. 7 ao art. 235.º: na linha de MENEZES CORDEIRO). No sentido de que a lei consagra um princípio de justo ou real valor da quota e de que uma cláusula que autorizar a amortização pelo valor nominal estará a permitir «o enriquecimento da sociedade à custa do sócio, sem razões que o justifique», podendo ainda lesar os credores do sócio, sendo a mesma inválida (embora a afirmação seja feita no contexto de uma alteração do pacto social e sendo o fundamento da amortização a execução da

bem como do princípio da confiança⁷⁶, e, ainda, do art. 812.º do mesmo Código. O problema respeita quer à validade e eficácia das cláusulas estatutárias (*controlo material da autonomia estatutária*), quer à sua invocabilidade ou ao exercício das faculdades nelas previstas (*controlo do exercício*).

Noutros termos, não basta dizer que existe uma ampla autonomia estatutária, que compreende, *inter alia*, cláusulas de valor nominal, completo ou parcial, cláusulas de valor contabilístico, pleno ou reduzido, ajustado ou não, cláusulas de valor de liquidação, com e sem trespasse, e, inclusive, cláusulas de amortização ou privação da participação sem contrapartida (amortização ou aquisição compulsivas gratuitas), seja a título de *pena convencional* [máxime, por realização de cessão não consentida (cfr. o art. 229.º, n.º 6), ou exclusão por justa causa (arts. 241.º, n.º 3, e 242.º, n.º 4)⁷⁷], seja a outro título. Pelo contrário, como o demonstra sobretudo a experiência germânica, é preciso verificar – mormente em caso de grave

quota), cfr. o Acórdão do STJ de 13.04.1994 (FARIA DE SOUSA), *CJSTJ* 1994/II, p. 27-32, 32. CARNEIRO DE FRADA, comentando o art. 186 do CSC, diz apenas que a exclusão não é um confisco, sem indicar limites à autonomia estatutária [cfr. *CSC Anotado* (coord. MENEZES CORDEIRO), Coimbra (Almedina) 2011, p. 596 (anot. 7)].

Quanto ao eventual *abuso* na invocação do regime do pacto, cfr. ANTÓNIO SOARES, *O novo regime da amortização* (1988), cit., p. 140, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades II* (2007), cit., p. 389 (a respeito das cláusulas de valor contabilístico), TIAGO S. FONSECA, in *CSC Anotado* (2011), cit., p. 687 (n.º 10), e, ainda, TARSO DOMINGUES, in *CSC em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), n.º 3 (2011), anotação 2.1 ao art. 235.º. No domínio da LSQ, cfr. as referências «supra», notas 64ss. Admitindo igualmente o abuso do direito de amortizar, embora noutro contexto, cfr. também FERRER CORREIA/VASCO LOBO XAVIER, «A amortização e cotas e o regime da prescrição», *RDES XII* (1966/n.º 4), p. 13-102, 79, 86ss. Sobre a questão de saber se uma cláusula ao abrigo do art. 241.º, n.º 3, também vale para a exclusão judicial (problema de interpretação do pacto), cfr. o Acórdão do STJ de 11.04.2000, *CJSTJ* 2000/II, p. 29ss. O Acórdão do STJ de 9.01.1992 (CABRAL DE ANDRADE)), proferido no domínio da LSQ, apreciou a validade de uma cláusula de exclusão, sem pagamento de contrapartida, mas não se pronunciou sobre este aspeto da mesma [cfr. *BMJ* 424 (1992), p. 561ss].

⁷⁶ Acerca deste, como princípio autónomo em relação ao princípio da boa fé, cfr. Manuel CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, Coimbra (Almedina) 2005.

⁷⁷ Recordar-se que o art. 241.º, n.º 3, admite expressamente que o pacto social estabeleça, «para o caso de exclusão, um valor ou um critério para a determinação do valor da quota diferente do preceituado para os casos de amortização de quotas»; e o art. 229.º, n.º 6, por sua vez, dispõe que «o contrato de sociedade pode cominar penalidades para o caso de a cessão ser efectuada sem prévio consentimento da sociedade». Na prática estatutária, são frequentes as cláusulas que, ao abrigo deste último preceito, permitem a amortização de quotas por valor inferior ao real. Cfr. também a breve alusão que faz ao assunto Maria Miguel CARVALHO, «Algumas questões relacionadas com a deliberação de amortização compulsiva na sequência de uma cessão de quota não consentida pela sociedade», in *AAVV, III Congresso de DSR*, Coimbra (Almedina) 2014, p. 201-223, 222s.

discrepância entre o valor real e o valor estatutário, originária ou superveniente – quando é de aceitar a validade de tais cláusulas e quando podem as mesmas ser lícitamente invocadas.

Este ponto de vista impõe-se, designadamente, quando ocorra o exercício de um direito geral de exoneração por justa causa nos moldes defendidos noutra lugar (a ser o mesmo aceite)⁷⁸ e nos casos de amortização ou exclusão por razão objectiva, independente de culpa do visado. Mas, mesmo havendo um comportamento culposos, importa ter presente, por um lado, o princípio contido no art. 812.º do CC (onde se prevê a redução equitativa de uma cláusula penal que se mostre manifestamente excessiva, originária ou supervenientemente), atendendo à gravidade do comportamento, ao grau de culpa e ao contributo que o excluído haja dado para a formação do valor da sociedade, etc. Por outro lado, que o objetivo e o destino normais (e portanto expectáveis) de uma sociedade são a sua *valorização* ao longo do tempo, *em benefício dos sócios* – concretizando-se este benefício de formas várias, mas em que sobressaem a distribuição de lucros (que, no entanto, em concreto, pode não ocorrer ou ocorrer de forma limitada) e a atribuição de novas participações –, mormente em virtude da formação e desenvolvimento da empresa social (ou, se for o caso, da respectiva prática profissional/liberal), embora se desconheça à partida a dimensão do fenómeno e seja compreensível uma atitude cautelosa⁷⁹ quando o pacto social é redigido. O que torna intrinsecamente arbitrárias e fomentadoras de comportamentos oportunistas certas cláusulas como as de valor nominal.

Basta pensar num exemplo simples: na SQ x, com um capital social de 350, o valor nominal de três quotas é de 100 e o da quarta 50, apesar de o titular desta ser materialmente (embora não em termos formais) um sócio também de indústria e aquele que mais contribuiu com o seu talento e esforço pessoal para o êxito da empresa (é ele, inclusive, o único sócio gerente efectivo); devido a uma prática quase sistemática de retenção de lucros, a situação líquida da sociedade atingiu os 3650 e o valor real da mesma, com a riqueza nela consubstanciada (constituída sobretudo pela empresa), chega aos 10000. A sociedade deliberou amortizar a quarta quota, com fundamento estatutário alheio ao comportamento do titular, pagando 50 (passando a situação líquida a ser de 3600 e subsistindo reservas de 3250). Passado pouco tempo, houve um aumento do capital por incorporação de reservas, fixando-se este em 3600, de que resultou

⁷⁸ Cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração», *II Congresso DSR* (2012), p. 13ss, em especial, 76ss.

⁷⁹ A prática demonstra que esta é, por vezes, ultracautelosa e pouco refletida, o que acaba por ser prejudicial, no essencial ou exclusivamente, para as minorias.

uma subida do VN das quotas restantes para 1200 cada. Meses depois, é excluído um dos sócios subsistentes, sendo a quota amortizada pelo VN (não de 100, mas de 1200).

4. Grave discrepância de valores superveniente. Direito a um valor razoável

Admitindo, no seguimento das considerações anteriores, a existência de limites à autonomia corporativa no campo do valor das participações sociais relevante nos contextos da morte, exoneração e exclusão de sócios, da transmissão não consentida de quotas e ações, da amortização ou liquidação de tais participações por outros motivos, etc., tanto no que se refere ao poder estatutário de conformação das participações, como no que respeita à concreta oponibilidade do regime consignado no pacto social, importa tecer algumas considerações adicionais sobre o problema da eventual discrepância grave entre o valor que resultaria da aplicação da lei (valor legal ou valor real) e o valor que se obtém através do regime estipulado no pacto (valor estatutário), discrepância essa derivada de uma valorização da sociedade ocorrida após a introdução no contrato de sociedade do regime em questão (*discrepância grave superveniente*). Para facilitar a exposição, tomam-se como referência as sociedades por quotas.

4.1. Como pano de fundo, recorda-se que existem três situações em que a lei contém limites específicos à autonomia corporativa⁸⁰. A primeira respeita à *exoneração*: existindo causa legal, o sócio tem direito a exonerar-se, recebendo o valor da sua participação; o pacto social não pode estipular valor ou critério de valor inferior ao real (art. 240.º, n.º 8)⁸¹.

A segunda tem, ainda, a ver com a saída voluntária do sócio e a liquidação do investimento em capital de risco que possui na sociedade: *recu-*

⁸⁰ Cfr., ainda, o art. 490.º, que requer uma análise à parte, fora do presente estudo.

⁸¹ É indiferente que a exoneração se efetive através da amortização da participação ou mediante aquisição da mesma (art. 240.º, n.º 4). E, embora exista norma expressa apenas para as SQ, ela é afloramento de um princípio geral, aplicável também às demais sociedades. Salienta-se apenas que, no caso das sociedades de pessoas, pelo menos quanto à exoneração *ad nutum*, a solução poderá não ser tão rígida como a que se contém nessa norma; ou seja, o pacto social não pode estabelecer valor significativamente diferente do valor legal, porque isso é contrário à razão de ser do direito em apreço (cfr. a discussão existente na Alemanha a este respeito), mas não é de excluir um valor que apenas se aproxima do valor real (cfr. também o que se diz a seguir, a respeito da cessão de quotas não consentida).

sando esta o seu consentimento a uma cessão ou a um projeto de cessão da quota de um sócio que preencha o requisito de permanência mínima do art. 231.º, n.º 3, para a recusa ser eficaz, a sociedade terá que lhe proporcionar uma alternativa de desinvestimento/desvinculação (art. 231.º, n.º 2) – por um valor equivalente ao da cessão, realizada ou projetada, ou, nos casos da cessão gratuita ou simulação, pelo valor real da participação [art. 231.º, n.º 2d)]. O pacto social pode dispor sobre o assunto, derrogando o regime legal; mas, dado que a cessão em causa funciona como um substituto da exoneração – sendo numa SQ a via normal de o sócio se desvincular da sociedade, liquidando o investimento de capital que nela possui –, o valor que a sociedade tem de lhe proporcionar não poderá ser significativamente inferior ao valor real da participação em questão⁸².

A terceira situação encontra-se prevista no art. 235.º, n.º 2. Sendo uma *quota apreendida judicialmente*, quer no âmbito de uma ação executiva singular, quer em processo de insolvência, a lei permite a sua amortização compulsiva, se o pacto social reconhecer à sociedade tal direito (art. 239.º, n.º 2), e admite a regulação estatutária do valor da contrapartida (art. 235.º, n.º 1). Mas o eventual regime estatutário apenas se aplica, em concreto, se for menos favorável para a sociedade (ou seja, se for mais favorável para o credor exequente ou os credores da massa insolvente) (art. 235.º, n.º 2).

Nas duas primeiras situações, está em jogo um regime legal de *proteção* dos sócios-investidores em capital de risco, da respetiva liberdade profissional e de empresa, com as implicadas liberdades de desinvestimento e desvinculação (vertente individual da liberdade de associação), mas também de *ordenação* económico-societária, na medida em que os direitos de saída/desinvestimento em apreço podem funcionar como mecanismo moderador do poder das maiorias. Na terceira situação, a razão de ser da norma legal é distinta. Protegem-se os interesses dos credores dos sócios⁸³. Ter-se-á entendido que, sendo eles terceiros, são titulares de interesses de

⁸² Considerações análogas valem para as sociedades anónimas, embora o mecanismo legal de tutela dos acionistas seja tecnicamente distinto do das SQ [cfr. o art. 329.º, n.º 3c)]. Há aqui uma espécie de «imperatividade flexível» do regime legal, que não se opõe a uma regulação estatutária do assunto desde que seja substancialmente respeitado o princípio do valor real e o procedimento adotado se mostre aceitável.

⁸³ Cfr. RAUL VENTURA, *Sociedade por Quotas I* (1989), cit., p. 728s (anot. 6 ao art. 235.º), e, a respeito do citado Anteprojecto de Coimbra, FERRER CORREIA *et alii*, *Sociedade por Quotas de Responsabilidade Limitada* (1979), p. 68 (anot. ao art. 63.º), onde se indica que a proteção abarca também os «terceiros em geral».

que os sócios, no uso da sua autonomia conformadora da sociedade e das participações sociais, não podem dispor⁸⁴.

Ainda a respeito deste último caso (art. 235.º, n.º 2), cabe realçar o seguinte: mesmo que do regime estatutário resulte um valor inferior ao legal – originária ou supervenientemente –, ele não é inválido. Apenas não terá aplicação⁸⁵. O que confere a tal regime uma eficácia limitada e contingente.

No primeiro caso (art. 240.º, n.º 8), a letra da lei sugere que estamos perante um limite à liberdade estatutária: «o contrato de sociedade não pode...fixar valor inferior» ao real. A ser assim, o pacto social apenas poderá validamente especificar critérios, métodos ou modos de determinação do valor legal⁸⁶. Se tal não suceder, a cláusula considera-se nula e será devido este valor.

Mas esta não é a única leitura possível. De facto, respeitando a regulação em apreço a um fenómeno societário tendencialmente duradouro e de consistência económico-patrimonial variável, daí decorre que uma eventual discrepância de valores tanto pode ser, no momento relevante, desfavorável como favorável ao sócio que pretende exonerar-se; e isso qualquer que seja a situação à partida. Por conseguinte, afigura-se conforme ao fim protetor da norma uma solução análoga à anterior: se, na data relevante (cfr. o art. 240.º, n.º 5), o valor estatutário se revelar inferior ao legal, o mesmo não terá aplicação. O sócio terá, nessa hipótese, direito ao valor legal. O que significará, igualmente, uma eficácia limitada e contingente da regulação estatutária porventura existente⁸⁷.

⁸⁴ A solução mostra-se, no entanto, discutível, mormente quando o regime pactício já existe no momento da constituição do crédito e não tem carácter discriminatório, uma vez que os credores de um sócio apenas podem contar com o que existe no património do seu devedor: cfr. «supra» o que se diz a respeito do direito alemão (nota 24) e na nota 52.

⁸⁵ Cfr. RAUL VENTURA, *Sociedade por Quotas I* (1989), cit., p. 728s (anot. 6 ao art. 235.º).

⁸⁶ Cfr., por exemplo, a respeito do direito italiano, M. MAUGERI/ H. FLEISCHER, «Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano», in *Riv. Soc.* 58 (2013), p. 78-117, 104, e as indicações constantes da nota¹⁰⁶.

⁸⁷ Admitindo tal leitura, quer neste caso, quer no anterior, a lei levanta, no entanto, um problema adicional: sendo, em dada situação concreta, o valor estatutário superior ao legal, poderá o sócio (art. 240.º, n.º 8) ou o credor do sócio (art. 235.º, n.º 2) exigir o primeiro? RAUL VENTURA, a respeito da norma correspondente ao atual art. 240.º, n.º 8, considera que, se o valor estatutário for superior, terá ele aplicação; o valor legal é o valor mínimo da quota [*Sociedades por Quotas II* (1989), cit., p. 38 (anot. ao art. 240.º)]; e, em geral sobre as duas hipóteses, considera que estamos perante normas parcialmente imperativas, como mínimo de proteção, dispositivas em certa direção [*Sociedades por Quotas I* (1989), cit., p. 722 (anot. 1 ao art. 235.º)]. Cfr. também João ESPÍRITO SANTO, *Exoneração*

Importa aludir, ainda, a uma outra situação. Se se aceitar, nas SQ, um *direito geral de exoneração por justa causa*, de exercício judicial, contra os consócios (maioritários), segundo o modelo proposto noutro escrito⁸⁸, que ainda será um direito de exoneração fundado na lei, embora numa cláusula geral não escrita da mesma, valem quanto à contrapartida as considerações tecidas nesse escrito. Escreveu-se então:

«Ponto sensível é o do *valor* a pagar pela quota dos minoritários. Tal valor deve, naturalmente, respeitar as coordenadas do sistema, cujo princípio geral é o de que o sócio que beneficia de causa de exoneração tem direito ao valor societário da quota, nos termos vistos. Todavia, à plasticidade do instrumento exoneratório em causa deve corresponder uma aplicação maleável deste princípio.

Quer dizer, na determinação do valor devido mostra-se pertinente levar em conta, designadamente, o efectivo contributo do exonerado e dos restantes sócios para o valor global da sociedade, o grau de culpa dos maioritários e a eventual conculpa dos minoritários na criação da situação que torna inexigível a sua manutenção na sociedade. Pode, inclusive, nas circunstâncias do caso, mostrar-se razoável a correção do valor de referência da sociedade, tendo em consideração os atos lesivos da maioria, ou o cálculo do mesmo valor a partir do volume de negócios real e não apenas do contabilizado.

O próprio sub-princípio da data relevante – via de regra coincidente com a data da proposição da acção (cfr., a respeito da exclusão, o art. 242.º, n.º 4) – não deve ser entendido de maneira rígida. Por exemplo, nas circunstâncias do caso, pode bem justificar-se fazer recuar o momento relevante para o cálculo do valor da quota àquele em que o exonerando apresentou aos maioritários uma oferta de venda.»⁸⁹

4.2. Para além das situações acabadas de assinalar⁹⁰, importa atender sobretudo aos seguintes casos de *privação forçada da participação* (mormente, mediante amortização ou aquisição compulsivas de quotas ou acções): (i)

(2014), cit., p. 240s. Mas, a ser assim, não poderá haver aí pelo menos um exercício ilegítimo do direito de reclamar o valor estatutário? Estando em causa o art. 235.º, n.º 2, o problema apresenta-se de certo modo menor, porque a sociedade terá a faculdade de deliberar ou não a amortização; mas já se mostra especialmente sério na exoneração. Ressalva-se, em todo o caso, uma distinta interpretação do pacto social, contrária à exigibilidade de um valor superior ao legal.

⁸⁸ Cfr. EVARISTO MENDES, «Exoneração...» (2012), cit., p. 76ss.

⁸⁹ Cfr. o estudo citado na nota anterior, p. 80.

⁹⁰ A que acrescem as do art. 490.º, n.ºs 2, 5 e 6. Note-se que, relativamente à aquisição potestativa (*squeeze out*) prevista nos n.ºs 2 a 4, deve funcionar plenamente a garantia

morte e interdição/inabilitação de sócio; (ii) adjudicação da participação em partilha, por divórcio ou separação, ao ex-cônjuge não considerado sócio nos termos do art. 8.2; (iii) mudança de controlo de sócio colectivo; (iv) realização de cessão de quota (ou alienação de acções vinculadas) não consentida quando o pacto social imponha o consentimento prévio sob pena de amortização (cfr. o art. 229.º, n.º 6); (v) amortização excludente e deliberação de exclusão fundada em comportamento culposos do sócio previsto no pacto social; (vi) exclusão judicial; (vii) perda de título ou habilitação profissional, mormente em sociedades por quotas e anónimas profissionais; (viii) outros casos de exclusão estatutários (exclusão não culposa). Adicionalmente, cabe ainda referir os casos em que os estatutos atribuem aos sucessores de sócio falecido o *direito à amortização*, aquisição ou liquidação da participação e em que, para além dos casos legais, reconhecem ao sócio o *direito a exonerar-se*.

Em todas estas situações se coloca a questão: ocorrendo uma discrepância grave superveniente entre o valor legal e o valor estatutário da participação, ficando este último consideravelmente aquém daquele, deve, ainda assim, respeitar-se o que se encontra estipulado no pacto social? Quando existe uma tal discrepância, susceptível de levar a resultados intoleráveis?

A variedade de tais situações e das circunstâncias que as podem acompanhar dificulta – se é que não impede – o estabelecimento de regras gerais uniformes. Daí o papel decisivo que, na Alemanha, a jurisprudência assumiu, na busca de uma solução satisfatória para o problema. Poderá a experiência germânica servir de modelo?

Não existe uma resposta clara e inequívoca. Numa ótica de justiça material e em tese geral, afigura-se pertinente a orientação que tem prevalecido no ordenamento alemão, de índole flexível e casuística, ponderando todas as circunstâncias do caso⁹¹. Todavia, como uma importante corrente doutrinal observa, ela tem contra si uma grande insegurança jurídica, envolvendo ainda consideráveis custos de litigância. Além disso, na Alemanha, a orientação em causa só foi implantada na segunda metade do século XX, numa sociedade economicamente próspera e dotada de um evoluído e eficaz sistema de administração da justiça, designadamente no domínio societário. Sendo diferente a situação em Portugal.

Como ideia geral, pode afirmar-se que, no que respeita aos simples *direitos estatutários* de desvinculação e desinvestimento (exoneração, direito à amortização/aquisição dos sucessores de sócio falecido e situa-

constitucional da propriedade (art. 62.º da CRP). Cfr., a respeito do direito alemão, as indicações gerais constantes da nota 16.

⁹¹ Cfr. «supra», as notas 34ss e o texto correspondente.

ções semelhantes), quando existam, a liberdade de regulação do valor a pagar – que ainda faz parte da configuração «genética» de tais direitos – deve ser ampla; mesmo tendo presente que, ao serem criados, eles farão tipicamente parte de um equilíbrio da relação societária diferente do previsto na lei, podendo ser decisivos para esse equilíbrio.

No que toca à *privação compulsiva* das participações (máxime, amortização de quotas e acções) ou à cessação forçada da qualidade de sócio (*exclusão*), importa distinguir consoante elas tenham na base um comportamento culposo – devendo o visado suportá-las em virtude de um comportamento societariamente nocivo que lhe é imputável – ou um facto accidental (por exemplo, a interdição subsequente a uma lesão não culposa do interdito); podendo ainda distinguir-se consoante o fundamento seja qualificável como justa causa ou simplesmente como motivo atendível. Com efeito, mesmo entendendo que está em causa a *cessação* ou modificação/redução unilaterais *de uma relação jurídica privada* (uma espécie de «resolução» ou denúncia por justo motivo ou causa atendível) – distinta do eventual prejuízo causado, indemnizável autonomamente – e/ou que a privação da participação já representa, nesse primeiro caso, a «*sanção corporativa*» apropriada para o comportamento adotado, esta não tem que ser exclusiva: na ponderação de valores e interesses presente na regulação estatutária, pode fazer sentido associar-lhe uma «pena convencional» pecuniária, seja com intuito dissuasor (preventivo), seja para compensar os danos mais ou menos difusos que tipicamente se ligam à conduta do infrator, evitando ou minorando os custos de litigância relacionados com a sua reparação. Além disso, é também distinta uma perda da qualidade de sócio (*exclusão*) por causa pessoal não culposa (*v.g.*, mediante deliberação de exclusão fundada em interdição ou inabilitação) numa comum sociedade por quotas ou anónima, por um lado, e numa sociedade baseada na capacidade e na actividade profissional dos sócios (máxime, sociedades profissionais), por outro lado.

Subsiste, no entanto, um problema de fundo. Na verdade, o valor da sociedade – e o correspondente valor fraccionário das participações sociais, mormente quotas e acções – é por natureza mutável. Sendo a sociedade tipicamente uma estrutura coletiva destinada à autovalorização em benefício dos respectivos membros, designadamente mediante a constituição e acreditamento no mercado de uma organização produtiva, criadora de riqueza ou valor (máxime, uma empresa ou praxis profissional), o natural é que o respectivo valor adquirido ao longo do tempo se distancie em maior ou menor medida do seu valor constitutivo ou inicial; em regra, para mais, mas, estando em causa o exercício de uma actividade que envolve risco, também para menos. Daí a questão: há suficiente *raciona-*

idade para a estipulação (e correspondente força vinculativa) de critérios de valoração das participações que não tenham em conta esta natureza do fenómeno? O critério legal geral, constante do art. 1021.º do CC, é um critério flexível, permitindo ter em conta tal variação de valor da sociedade, embora se revele um critério rígido no que respeita à repartição do valor pelos sócios, na medida em que, sendo de base capitalista, não tem em conta o maior ou menor contributo *pessoal* de cada um para a formação desse valor, mesmo nas sociedades de pessoas e nas sociedades de capitais de cunho ou índole personalista. Não deveriam as cláusulas estatutárias seguir na mesma linha, ainda que atenuando ou eliminando este segundo aspeto do critério legal?

4.3. Pondo de parte este problema, convém atentar mais especificamente nas estipulações estatutárias em apreço. Na prática, encontram-se vários tipos de *cláusulas restritivas do valor* das participações sociais aplicáveis às contrapartidas compensatórias, algumas das quais discutidas em tribunal. Salientam-se as cláusulas de valor nominal (VN) e de valor contabilístico (VC), estas com diversas formulações, de que resulta ora um VC actualizado e ajustado, ora um valor restrito, ora o simples valor do último balanço de exercício. O VN aparece sobretudo nos casos de amortização de quotas ou acções apreendidas judicialmente (assumindo muitas vezes carácter discriminatório, em detrimento dos credores pessoais dos sócios), de realização de uma cessão de quotas não consentida pela sociedade e de exclusão de sócio ou amortização excludente (havendo aqui um duplo «sancionamento» do comportamento do sócio: através da amortização ou exclusão e da redução do valor a pagar-lhe).

Tais cláusulas cumprem diversas *finalidades*. Em primeiro lugar, de *simplicidade*, clareza e *segurança* jurídicas, bem como de *correspondente redução dos custos de transacção* e de litigância, incluindo os relativos à avaliação judicial (ou arbitral) das participações e à resolução de potenciais situações de conflito entre a sociedade e os sócios (evitando o retardamento e as contingências dessa resolução que se prendem com a efectivação do direito ao valor da participação). Teoricamente, trata-se de uma finalidade do interesse de todos: sociedade, sócios que ficam, sócios que saem ou seus sucessores, credores exequentes das quotas ou acções. Porém, salvo quanto à sociedade e aos sócios que nela permanecem, tais vantagens podem não compensar a restrição do valor.

Em segundo lugar, avulta o objectivo de *preservação da base patrimonial da sociedade*, eliminando ou atenuando o risco de criação de situações de dificuldade financeira, designadamente por falta de liquidez, bem como de insolvência ou sujeição da sociedade a dissolução. Conexa com ele está

a diminuição do risco para os sócios que ficam na sociedade inerente à imprevisibilidade da evolução da empresa social no respectivo contexto tecnológico, económico-financeiro, político, etc., mormente quando a sociedade é avaliada pelos métodos reditórios, dado o carácter algo aleatório ou impreciso da estimação dos lucros ou fluxos de caixa previsionais e da pertinente taxa de desconto ou actualização. É certo que esse é sobretudo um problema de correta avaliação da sociedade, mas uma certa margem de erro é inevitável e nem sempre as previsões se confirmam, porque a evolução do contexto em que as organizações produtivas operam não é linear; e, quando esteja em causa uma sociedade de cunho personalista, de sócios colaboradores, gerentes ou administradores, que a financiam numa medida que vai muito para além das respectivas entradas e/ou que suportam o respetivo financiamento externo, o problema ainda se agrava.

Em terceiro lugar, detecta-se, pelo menos nalguns pactos, uma função *ordenadora*, de prevenção de comportamentos desleais, que minam a confiança entre os sócios (essencial numa sociedade de cunho personalista), e/ou gravemente perturbadores do funcionamento da sociedade, máxime aqueles que acarretam uma lesão do seu bom nome ou reputação comercial, desvios de negócios e clientela ou outros «danos de empresa», sempre difíceis de quantificar e por vezes até de compreender por quem tem que julgar, muitas vezes irreparáveis ou de muito lenta e custosa reparação. O que se pretende é, pois, dissuadir os sócios de comportamentos antisociais, colocando sobre eles a espada de Dâmocles da perda da participação, com *adicional perda patrimonial*. Mas pretende-se também, ou pode pretender-se, uma prefixação de danos potenciais, de índole algo difusa e prova difícil, mormente quanto à sua dimensão.

Esta última finalidade suscita especiais dificuldades e reservas, como o demonstra a análise que se fez do direito alemão, mas não pode ignorar-se. O próprio CSC de algum modo a legitima, no art. 241.º, n.º 3, e, em certa medida, no art. 208.º, n.º 2, «in fine», a respeito das sociedades por quotas.

Porém, as cláusulas restritivas do valor – ou tipicamente restritivas, porque em concreto, por exemplo da aplicação de uma cláusula de VN, pode resultar um valor superior ao real – suscitam igualmente reservas ou *objeções*. Na verdade – e este é o primeiro aspeto a realçar –, como forma de se proteger contra a entrada ou a influência de terceiros indesejáveis, de afastar elementos desleais e/ou perturbadores, etc., compreende-se que a sociedade possa fazer cessar ou promover a cessação da qualidade de sócio e, inclusive, que adquira, em certas circunstâncias, o poder de dispor das quotas ou ações de certo sócio ou certos sócios, privando-os dos benefícios futuros que a respectiva participação lhes proporcionaria. Mas que a

isso acresça a privação substancial da quota-valor que corresponde à participação do sócio visado (cfr. os arts. 197.º, n.º 1, e 271.º) – privação que se traduz numa espécie de «*expropriação*» do próprio valor adquirido por essa participação e que o sócio pode inclusive ter pago a anterior titular ao adquiri-la onerosamente – já se mostra menos evidente, carecendo de uma causa justificativa apropriada.

Em segundo lugar, uma grande parte das sociedades por quotas e anónimas de pequena e média dimensão assenta tipicamente, de forma decisiva, não apenas no capital fornecido pelos sócios, mas também ou sobretudo no seu *contributo pessoal*. E são o modo de vida ou a base principal da respectiva economia individual ou familiar. Perder a participação sem contrapartida razoável – na prática, em benefício dos outros sócios ou de terceiro por eles indicado – pode ter, portanto, consequências pessoais e familiares dramáticas.

Além disso, por um lado, em face de certas cláusulas restritivas, demasiado indiferenciadas, um sócio que actue racionalmente *carece de incentivo* para pôr ao serviço da sociedade o seu melhor esforço, capacidade e dedicação, porque, ao fazê-lo, estará a contribuir para a valorização da mesma sem ter assegurado o correspondente proveito. Por outro lado, uma cláusula desse tipo – que envolve uma espada de Dâmoques sobre a cabeça do sócio – pode fomentar *condutas opressivas* das maiorias ou comportamentos injustamente prejudiciais para os minoritários. O sócio fica facilmente refém da maioria, coarctado na sua liberdade de decisão e acção dentro da sociedade, sendo levado a ter comportamentos que de outro modo não teria, e afetado na sua liberdade económica de investimento e desinvestimento. Algumas delas, como as de VN, são mesmo arbitrárias nos dois sentidos: favorecem comportamentos oportunistas dos maioritários se o valor real for substancialmente superior e dos minoritários na hipótese inversa.

Se o ordenamento jurídico houver de ter aqui um papel regulador – não se limitando a reconhecer a autonomia dos interessados na conformação da sociedade –, as vantagens e desvantagens das cláusulas terão que ser objecto de adequada *ponderação*, como se viu a respeito do ordenamento germânico. As restrições de valor nelas contidas – de magnitude variável porque o valor legal de referência também o é – haverão de encontrar justificação bastante nas finalidades prosseguidas, não apenas à partida, no momento em que são estipuladas, mas também quando são aplicadas, em cada caso concreto.

Vistas as coisas sob um outro prisma, o problema pode ser assim enunciado: tendo em conta a valorização que a sociedade sofreu, o modo como ela ocorreu e os contributos dos vários sócios, a função das cláusulas

las restritivas em apreço, bem como os valores e interesses em presença, incluindo aqueles que depõem contra elas, estamos perante uma afetação tão excessiva da posição patrimonial do sócio (em benefício da sociedade e dos demais sócios) e um afastamento tão grande do modelo legal do art. 1021.º CC, que essa afetação é radicalmente contrária à finalidade deste, no sentido de assegurar ao sócio uma compensação razoável ou adequada pela perda da participação, apresentando-se como uma restrição desprovida de justificação material ou mesmo arbitrária? Se sim, intervirá o poder regulador do ordenamento jurídico, através dos tribunais, assegurando ao sócio o *direito a um valor razoável*⁹².

Salienta-se, em especial, que a possível *dimensão penal* das cláusulas, enquanto causa justificativa de tais restrições de valor, não pode apresentar um carácter vago e indiferenciado, como salientou recentemente o Tribunal Federal alemão (BGH)⁹³. O seu campo de aplicação deve ser limitado

⁹² Recorda-se que, segundo a experiência alemã, por um lado, não existe um critério rígido para apreciar se existe ou não uma discrepância grave ou grosseira entre o valor legal e o valor que resulta dos estatutos, havendo que ponderar todas as circunstâncias do caso; e que, para minorar a correspondente incerteza e insegurança jurídicas, há propostas de critérios de orientação geral (por exemplo, haverá uma tal discrepância se o valor estatutário for inferior a metade ou a dois terços do valor real). Por outro lado, que existe um conjunto identificado de circunstâncias relevantes quer para aferir se tal discrepância existe, quer para fixar o valor razoável a receber. Salientam-se: (i) o motivo da saída/perda da participação (morte, causa de exclusão, relativa à pessoa ou ao comportamento, justa causa ou não, exoneração por causa estatutária, etc.); (ii) a duração da participação e o contributo do titular para a formação da empresa e o valor da sociedade; (iii) e a existência de uma restrição excessiva, ainda que indirecta, à liberdade de saída e/ou desinvestimento do sócio.

⁹³ Como se assinalou (nota 26), o BGH rejeitou recentemente uma cláusula de não pagamento de contrapartida, a título de pena convencional, em caso de exclusão de sócio por justa causa, apesar de haver uma grave lesão dos interesses sociais. Na verdade, entendeu não cumprir a mesma os objectivos típicos de uma pena convencional – servir de meio de pressão para o cumprimento pontual de deveres e prefixação, ou liquidação antecipada, do dano, uma vez que, por um lado, a perda forçada da qualidade de sócio já cumpre essa função de meio de pressão, por outro lado, pode haver uma violação grave de deveres sociais sem dano, sendo uma cláusula desligada deste demasiado indiferenciada (n.ºs 16 e 17) – e não fornecer parâmetros para, em concreto, aferir da proporcionalidade da «pena» (n.º 18). Na respectiva anotação, Barbara GRUNEWALD concorda com a decisão, salientando que ela vale mesmo para os casos em que do pacto resulta claro que se trata de uma pena convencional no valor da contrapartida que seria devida ou próxima desse valor. Mas, segundo a autora, já seria admissível uma pena contratual autónoma de valor determinado, separada da contrapartida, que essa sim cumprirá o requisito da certeza jurídica; apesar de esse valor ser de muito difícil determinação, porque um grande número de violações de direitos sociais não provoca danos patrimoniais enquanto outras causam danos muito elevados, e de muitas vezes o dano ser difícil de provar, sendo justamente nesses

– circunscrevendo-se, pelo menos em geral, a condutas ou comportamentos perigosos e/ou nocivos de que o agente tenha o domínio, podendo evitá-los – e a sua sujeição ao princípio da proporcionalidade implica levar em conta, designadamente: (i) o grau de perigosidade desses comportamentos e a correspondente gravidade dos danos, atuais ou potenciais (relevando aqui, além condutas que minam a confiança necessária a um ambiente de sã colaboração na realização do fim comum, obstrutivas e perturbadoras, no seio da sociedade, a violação do dever de lealdade ou fidelidade societário através do desenvolvimento de uma actividade concorrente qualificada ou diferencial, de atos de descrédito e de revelação ou aproveitamento de segredos da sociedade, susceptível de causar danos de empresa irreversíveis, irreparáveis ou de muito difícil e custosa reparação); (ii) o grau de culpa do agente; (iii) o potencial benefício, direto ou indirecto, que o sócio retire do seu comportamento antissocial, para si ou terceiro com ele relacionado; (iv) e a dimensão da «pena»⁹⁴.

Este último factor levanta, no entanto, dificuldades, designadamente, porque, sendo a sociedade uma organização duradoura e o seu valor variável, à partida, quando se regula a matéria no pacto, pode ser muito difícil ou mesmo impossível conhecer a sua magnitude; a final, quando a pena vai ser aplicada, as situações são muito díspares, porque a sociedade pode ter-se valorizado muito ou pouco, com maior ou menor contributo do visado, pode ter distribuído lucros em montante significativo ou não, pode ter proporcionado aos seus sócios outras vantagens, com ou sem participação do sócio em causa, a fortuna pessoal deste pode reduzir-se ou não à sua participação, etc. Há, mesmo, um elemento particularmente perturbador: a pena será tanto maior quanto maior tiver sido o contributo do sócio para a valorização da sociedade e o correspondente valor das participações sociais. Estamos, portanto, perante um cenário bastante distinto das situações típicas reguladas nos arts. 810.º a 812.º do CC.

Em todo o caso, realça-se o que se dispõe no n.º 1 deste último artigo: «A cláusula penal pode ser reduzida pelo tribunal, de acordo com a equidade, quando for manifestamente excessiva, ainda que por causa superve-

casos que a pena poderá ser útil (BB 39/2014, p. 2325). O Tribunal rejeitou também uma cláusula de recurso, destinada a funcionar no caso de a anterior se considerar inválida, consistente em atribuir ao sócio o valor mínimo legalmente admissível, mandando aplicar o critério do valor legal. Acerca deste aspeto, vejam-se, ainda, as observações de Barbara GRUNEWALD (*ibidem*) e também de Thomas WACHTER, segundo o qual tais cláusulas são frequentes e em princípio serão válidas desde que o valor mínimo seja aceitável e definido de forma clara, por exemplo, 60% do valor legal (*GmbHR* 15/2014, p. 816).

⁹⁴ Releva ainda, aqui como nos demais casos, o proveito económico, mais ou menos vultoso, que da aplicação da cláusula resulte para os demais sócios.

niente», sendo «nula qualquer estipulação em contrário». Admite-se, portanto, que uma pena razoável à partida *venha a tornar desproporcionada* e, nessa medida, sujeita a redução⁹⁵.

Deste modo, verificando-se, em concreto, uma discrepância grave entre o valor legal e o pertinente valor estatutário da participação, insusceptível de ser justificada – também à luz do princípio da proporcionalidade – pelos aludidos objectivos de simplificação, clareza e segurança jurídicas, bem como de protecção da base financeira da sociedade –, quando estejamos perante situações susceptíveis de justificar uma pena convencional, terá aplicação este princípio de redução equitativa da pena, de modo a que o sócio que perde, a favor da sociedade e dos demais sócios, a sua participação social, receba um valor compensatório razoável (e esses sócios não obtenham um benefício desproporcionado).

⁹⁵ Na impossibilidade de tratar aqui do tema, cfr., por todos, PINTO MONTEIRO, *Cláusulas limitativas e de exclusão de responsabilidade civil*, Coimbra (Almedina) 1985, *Cláusula penal e indemnização*, Coimbra (Almedina) 1990, e Anotação ao Acórdão do STJ de 27.09.2011 (Nuno Cameira), *RLJ* 141 (2012), p. 177-199, 188ss, e ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, Coimbra (Almedina) 2009, p. 793ss.

RESUMO: O presente artigo pretende apresentar a um leitor familiarizado com as estruturas societárias-comerciais dos direitos europeus-continetais os institutos jurídicos do sistema norte-americano funcionalmente equivalentes daquelas, com dois enquadramentos, necessários à sua boa compreensão: um, histórico, que permite explicar o atual quadro “societário” americano, e, o outro, de consideração de um sistema particular de fontes, como é o de conjugação de normas de origem federal, de um lado, e federada, de outro.

Palavras-chave: América; sociedade; comercial; sócio.

ABSTRACT: This article intends to present to a reader conversant with the corporate-commercial structures of continental European law systems the functionally equivalent law institutes of the US system, within two frameworks, necessary to its understanding: one, historical, that accounts for the current American corporate frame and the other, that considers the particular law source system, combining federal and state rules.

Keywords: America; corporation; partnership; shareholder; partner.

JOÃO ESPÍRITO SANTO*

O sistema «societário» norte-americano

1. Introdução

As estruturas jurídicas norte-americanas que podem, genericamente, considerar-se funcionalmente equivalentes aos institutos societários do continente europeu reconduzem-se, em parte, à chamada *partnership* e, noutra parte, à *corporation*. Numa primeira abordagem comparativa, a sustentada equivalência funcional decorre do facto de, quer a *partnership* quer a *corporation* representarem organizações de base pessoal para a obtenção de objetivos comuns aos diversos membros, tratando-se, em ambos os casos, de estruturas associativas.

No que diz respeito à *partnership*, a sua finalidade é necessariamente lucrativa, o que, conjugado com a respetiva base associativa, demonstra a proximidade à *sociedade* dos direitos europeus-continetais. A *partnership* norte-americana apresenta duas modalidades históricas de base, a *general partnership* e a *limited partnership*, que revelam características relativas à responsabilidade dos respetivos membros (*partners*) perante os credores do *operar associado*, que as aproximam, respetivamente, da sociedade em nome coletivo e da sociedade em comandita simples dos direitos continentais. A *partnership* tem no direito norte-americano uma longa tradição

* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

de enquadramento puramente obrigacional, pese embora alguma incoerência do mesmo com certos dados normativos apontados à sua consideração como centro de imputação de situações subjetivas, o que a doutrina não deixa de salientar; a evolução recente inverteu essa tendência, sendo a *partnership* legalmente qualificada em diversos estados federados americanos como *pessoa coletiva*.

A partir do final da década de setenta do século passado duas novas estruturas empresariais surgiram do panorama jurídico da união norte-americana, a *limited liability company* (LLC) e a *limited liability partnership* (LLP), híbridos entre a *corporation* e a clássica *general partnership*, considerados genericamente pela doutrina como subtipos desta¹.

2. A *corporation*

A *corporation*, representa historicamente uma categoria que equivale à pessoa coletiva de base associativa dos direitos europeus-continetais. Adentro da categoria *corporation*, na deteção de estruturas jurídicas funcionalmente equivalentes às sociedades do direito europeu-continental, importa considerar fundamentalmente a classificação entre as *business corporations* e as *nonprofit* ou *not-for-profit corporations*². Nas palavras de HENN/ALEXANDER, “[t]he business corporation [...] is a type of a corporation formed to collect funds to a more or less definite business purpose for profit”³. Por definição, uma *nonprofit corporation* não visa a obtenção de lucro; o seu fim concreto abrange um largo espetro, para o qual confluem todos os termos de uma outra classificação das *corporations* em *public*, *municipal* e *private*. Em sentido lato, as *public* e as *municipal corporations* são organiza-

¹ Segundo SANDRA K. MILLER [“Minority shareholder oppression in the private company in the European Community: a comparative analysis of the german, united kingdom, and french ‘close corporation problem’”, in *Cornell International Law Journal*, 30 (1997), n.º 1, 395], a *close corporation* apresenta maior grau de proximidade funcional à sociedade de responsabilidade limitada, ou por quotas, do continente europeu (embora a A. se reporte especificamente à *GmbH* germânica) do que à LLC; apontando também a *proximidade* entre a *close corporation* americana e a germânica *GmbH*, HUGH T. SCOGIN, “Withdrawal and expulsion in Germany: a comparative perspective on the ‘Close corporation problem’”, in *Michigan Journal of International Law*, 15 (1993/1994), 130.

² Cfr., entre outros, HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, *Laws of corporations and other business enterprises*, 3.ª ed., West Publishing, S. Paulo, Minesota, 1983, 2 e 3; ALFRED F. CONARD/MICHAEL WALLACE GORDON, “Business enterprises”, in *Introduction to the law of the United States* (AA. VV.; Vol. organizado por David S. Clark e Tuğrul Ansay), 2.ª ed, Kluwer Law International, Haia/Londres/Nova Iorque, 2002, 311-337, 314 e 315.

³ *Laws of corporations and other business enterprises*, cit., 2 e 3.

ções para o exercício de poderes públicos, recolhendo-se a tais categorias, por exemplo, as cidades, os condados (organizações administrativas de base territorial) e os distritos escolares; *private corporations* são as de iniciativa privada, que podem, ou não, ter finalidade lucrativa. Às *nonprofit private corporations* recolhem-se fins concretos diversos, como atividades de carácter social ou religioso. A doutrina, a jurisprudência e a própria lei (*statute*) referem-se frequentemente às corporações lucrativas privadas como *business corporations* ou *stock corporations* (que, por definição, têm o capital dividido em *shares*) e às corporações privadas não lucrativas como *membership corporations*⁴.

Uma outra classificação das *corporations*, frequentemente referida pela doutrina norte-americana, é a que as distingue em *domestic* ou *foreign*. A classificação prende-se com a organização federada do Estado norte-americano: são *domestic* as incorporadas no estado em questão, são *foreign* as restantes, pese embora a utilidade deste último termo classificativo só surgir na presença de uma *corporation* que desenvolve atividade num estado diferente do da incorporação⁵.

3. O sistema de fontes do *business corporation law*

3.1. Notas gerais

Para um jurista europeu-continental, o sistema americano das fontes de direito das *business corporations*, numa perspetiva puramente institucional, apresenta-se relativamente complexo⁶. A competência para a regulação institucional das *corporations* pertence aos estados federados e constitui objeto do respetivo *statute law* e, em muitos casos, de normas das respetivas constituições⁷. À massa normativa de fonte legal, que constitui

⁴ O texto subsequente reporta-se, essencialmente, às *business corporations*, pelo que passaremos doravante a utilizar nesse sentido, e em sinonímia, as expressões *corporation* e *sociedade*, por um lado, e *stockholder*, *shareholder*, *accionista* ou *sócio*, por outro, exceto se outra indicação, expressa ou implícita, puder extrair-se do contexto das respetivas utilizações.

⁵ Cfr., entre outros, HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 199 e ss.

⁶ Acentua-se no texto a *perspetiva institucional*, porquanto se denota em alguma doutrina norte-americana uma tendência para a complexificação do discurso relativo às fontes, arrimada sobretudo a questões fiscais, que envolvem o concurso de normas da Constituição Federal e de leis federais.

⁷ Cfr., entre outros, HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 41-43. Cfr. também, a título de exemplo, o artigo IX (Corporations) da vigente Constituição do Delaware, de 1897: “§ 1. (Creation, amendment, renewal or revival by general law; exceptions; revocation

a *espinha dorsal* do direito das empresas⁸, deve ainda acrescentar-se um conjunto substancial de regras de origem jurisprudencial, ocupando áreas a descoberto do *statute law* e desempenhando um importante papel na determinação do sentido da lei⁹.

Neste enquadramento, uma das dificuldades sentidas pelo jurista formado nos sistemas de matriz romano-germânica na análise do sistema americano das fontes de direito das *business corporations*, reside na própria existência de tantos *statute law* sobre a matéria quantos os estados federados, ou seja, cinquenta¹⁰. Esta dificuldade é, todavia, mais aparente do que real. Na verdade, sendo possível aos promotores da constituição da *corporation* escolher o estado da incorporação, a disputa estadual pela

or forfeitures of charters; requisites for enactment of corporation laws)/Section 1. No corporation shall hereafter be created, amended, renewed or revived by special act, but only by or under general law, nor shall any existing corporate charter be amended, renewed or revived by special act, but only by or under general law; but the foregoing provisions shall not apply to municipal corporations, banks or corporations for charitable, penal, reformatory, or educational purposes, sustained in whole or in part by the State. The General Assembly shall, by general law, provide for the revocation or forfeiture of the charters of all corporations for the abuse, misuse, or non-user of their corporate powers, privileges or franchises. Any proceeding for such revocation or forfeiture shall be taken by the Attorney General, as may be provided by law. No general incorporation law, nor any special act of incorporation, shall be enacted without the concurrence of two-thirds of all the members elected to each House of the General Assembly./§2. (Acceptance of Constitution by existing corporations as prerequisite for amendment or renewal of charter)/Section 2. No corporation in existence at the adoption of this Constitution shall have its charter amended or renewed without first filing, under the corporate seal of said corporation, and duly attested, in the office of the Secretary of State, an acceptance of the provisions of this Constitution./§3. (Issuance of stock)/Section 3. No corporation shall issue stock except for money paid, labour done or personal property, or real estate or leases thereof actually acquired by such corporation./§4. (Rights, privileges, immunities and estates)/Section 4. The rights, privileges, immunities and estates of religious societies and corporate bodies, except as herein otherwise provided, shall remain as if the Constitution of this State had not been altered./§5. (Designation, by foreign corporation, of agent for service of process)/Section 5. No foreign corporation shall do any business in this State through or by branch offices, agents or representatives located in this State, without having an authorized agent or agents in the State upon whom legal process may be served./§6. (Taxation of stock owned by persons or corporations without the State)/Section 6. Shares of the capital stock of corporations created under the laws of this State, when owned by persons or corporations without this State shall not be subject to taxation by any law now existing or hereafter to be made”.

⁸ A expressão é de HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 12.

⁹ HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 13; cfr. também ALFRED F. CONARD, “An over-view of the law of corporations”, in *Michigan Law Review*, 71 (1972/1973), 648 e 649.

¹⁰ Aos quais devem acrescentar-se os do Distrito de Columbia, sob administração Federal, de Porto Rico e das diversas ilhas e arquipélagos do Pacífico sob administração americana.

legislação *mais atrativa*¹¹ acabou por determinar que as leis mais “liberais” (do ponto de vista adiante melhor esclarecido) funcionem como polos de irradiação das suas soluções, que outros estados depois adotam, na tentativa de se manterem “concorrenciais” para a constituição de empresas, o que funciona como fator de uma certa harmonização legislativa, ao menos entre alguns grupos de estados. Esse facto é evidenciado no próprio tratamento doutrinal americano do *statute law* relativo à constituição das *business corporations*, que, por isso mesmo, considera normalmente como arquétipos as legislações do Delaware, de Nova Iorque e da Califórnia, muito embora essa delimitação se deva também à relevância do número de *corporations* constituídas nesses estados, que, por terem *leis atrativas*, aglutinam os índices estatísticos mais significativos de incorporação¹².

Um outro fator que produz uma certa harmonização nas legislações de alguns dos estados federados é a adoção, por cerca de trinta estados – com maiores ou menores variações –, de alguma das diversas versões do *Model Business Corporation Act*¹³.

3.2. O paradigma

O *statute law* americano da *business corporation* assenta historicamente no paradigma da *sociedade* aberta – designada pela doutrina e jurisprudência norte-americanas por *publicly-held* ou *public-issue corporation* –, pretendendo significar com tal expressão a *corporation* cujo capital está aberto ao investimento do público, através da emissão de títulos, que constituem para ela uma forma de financiamento¹⁴. Esta caracterização da *sociedade* aberta é normalmente acompanhada por um elevado número de *shareholders*, por uma considerável dimensão económico-financeira e pela dissociação entre a propriedade do capital e a gestão da empresa, investida em administradores profissionalizados. Para lá do paradigma, a partir do final dos anos quarenta do século passado, a evolução legislativa mostraria ten-

¹¹ *Infra*, 3.3.

¹² Também com esta perspectiva, MARÍA DEL PILAR PERALES VISCASILLAS, *El derecho de separación del socio en las sociedades de capital (Un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, La Ley, Madrid, 2001, 29 e ss.

¹³ *Infra*, 3.4.

¹⁴ O conceito de *sociedade aberta* tem consagração entre nós no art. 13, n.º 1, do Código de Valores Mobiliários; com interesse para a perceção histórico-dogmática da categoria *sociedade aberta* no contexto, por um lado, do direito societário, e, por outro lado, do direito mobiliário, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, 521 e ss.

dências desarmônicas de reconhecimento de uma diversa realidade societária, a chamada *close corporation* (também conhecida pelas designações menos recentes de *closely-held* e *closed corporation*), que, em certos estados federados, chegaria mesmo ao reconhecimento de um tipo legal, e, portanto, a uma dualidade tipológica.

Este breve excursus sobre as estruturas jurídicas norte-americanas funcionalmente equivalentes às sociedades comerciais do continente europeu permite evidenciar o expectável; as semelhanças do direito norte-americano com a matriz britânica, que são bastante marcadas quanto à *partnership*, embora menos quanto à *business corporation*, que, no direito britânico evoluiria para a categorização da *company*.

3.3. Dados históricos

No período colonial americano (1607-1776), as *corporations* e as *partnerships* conhecidas no território tinham as características desenvolvidas no âmbito do direito inglês da época, cuja regulação é qualificada por GOWER como *embrionária*, referindo ainda o autor que as primeiras tinham então um carácter municipal ou governamental, mais do que comercial¹⁵. Essa regulação, no que respeita às *corporations*, encerrava-se no *Bubble Act* (1719)¹⁶ – reação legislativa britânica a um escândalo financeiro que envolveu a *South Sea Company* e o Governo da época¹⁷ –, que havia sido

¹⁵ L. C. B. GOWER, “Some contrasts between british and american corporation law”, in *Harvard Law Review*, 69 (1955/1956), 1370.

¹⁶ JAMES WILLARD HURST, *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States, 1780-1970*, The University Press of Virginia, Charlottesville, 1970, 8; SAMUEL S. ARSHT, “A history of Delaware corporation law”, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 1, n.º 1 (1976), 2.

¹⁷ Cfr., JOHN FARRAR/BRENDA HANNIGAN, (*Farrar’s Company Law*, 4.ª ed., Butterworth’s, Londres/Edimburgo/Dublin, 1998, 17 e 18, dos quais transcrevemos, no essencial, a explicação do referido escândalo: “[...] in 1649 in return for money lent to the government by a group of individuals, a Royal Charter incorporated the group as a joint stock company. This was the governor and Company of the Bank of England. Underlying this was the idea that the money lent to the state constituted a fund of credit on which loans could be made by the bank. It did not take long for the next stage to be reached whereby a company might venture to take over the whole national debt. Such a company would be granted trading privileges and exchange its shares for existing holdings of government stock. [...] This had its origin in 1711 when a lawyer and financier, John Blunt, formed a company styled ‘The Company of Merchants of Great Britain Trading to the South Seas’. The main object of the company was to secure the trade in the South Seas. The company prospered so much that in 1719 it offered to take over the National Debt, buying out either for cash or for shares all other creditors. The company proposed to pay £7.5 m for this privilege and to reduce

estendido às colônias inglesas, incluindo as da América do Norte, em 1741; a doutrina parece de acordo quanto ao facto de tal extensão não ter produzido efeitos significativos.

O contributo do direito inglês para a formação do *Corporation Law* americano é reconhecidamente escasso. Essa pouca influência explica-se essencialmente pela caracterização da economia das colônias que, por força do sistema de comércio exclusivo com a metrópole, se mostrava estritamente complementar da economia britânica, descontado algum comércio ilegal com outras potências. Esta condição pouco reclamou a necessidade local de constituição de *corporations (incorporation)* para o exercício de atividades económicas¹⁸, o que está na origem da inexperiência americana na matéria, no período que se seguiu à independência e, de certo modo, explica

the interest which the country was paying. At the same time the National Debt stood at £31m and rumours were circulating that the country was facing bankruptcy. The government of the day regarded the scheme as the answer to its problems. [...] The company persuaded Parliament to pass the South Sea Act which empowered the company to pay anyone who had a governmental annuity the amount of which was due to him. Payment was not, however to be in cash, but in shares in the company. It was anticipated that the close connection with the government would act as a great publicity for the company and inspire confidence in its business. For a time this was indeed the case. People were remarkably ignorant about trading in the South Seas but they were tremendously impressed by the size of the enterprise and its close connection with the government. Everyone [...] invested in the company. Within a few days the £100 shares went up to £1,000. Blunt and his colleagues made huge fortunes. The success of the South Sea Co led to numerous similar schemes with a rich variety of objects. These companies were floated to fatten elephants, fix quicksilver and even for a 'certain design which will hereafter be promulgated'. People's credulity knew no bounds and there were such an urge to invest in anything that resembled a share that stalls were set up in the streets. The size of this investment reached incredible proportions. At one time the amounts invested in such companies amounted to £500 m, twice the then value of all the land in England. However, in 1720 the bubble inevitably burst. The immediate cause seems to have been proceedings against other joint stock companies. Whether these were instigated by or at the behest of the directors of the South Sea Company is a matter of controversy. People began to realise that the shares could not possibly worth the amount they had paid for them and they tried to get rid of them. The South Sea Co itself was unable to meet its liabilities and the whole tower came tumbling down".

¹⁸ JAMES WILLARD HURST, ob. cit., 7, refere que já mesmo durante a época colonial o *Corporation Law* se desenvolveu na América do Norte com escassa ligação ao direito inglês, como consequência da simplicidade da economia estabelecida ao longo da costa atlântica do Norte, acrescentando que "[t]here is no evidence of significant demand for corporate charters for local enterprise until about 1780 [...]"; SAMUEL WILLISTON, "History of the law of business corporations before 1800", in *Harvard Law Review*, 1888/1889, II, 165, relata que a única incorporação relativa a uma *business corporation* anterior à independência americana data de 1768 e pertence à Pensilvânia (*The Philadelphia contributionship for insuring houses from loss by fire*).

a evolução subsequente. O jus-historiador americano JAMES WILLARD HURST refere, aliás, para acentuar a autonomia do desenvolvimento do *Corporation Law* americano perante o britânico, que “[t]he one definitive inheritance was the idea that some positive act of the sovereign was necessary to create corporate status. But we gave our own content to that idea”¹⁹.

A conceção de que a *incorporação* constituía o produto de um acto de poder (*charter system*) trazia, todavia, aos americanos um problema original, decorrente da distribuição do poder político, na Constituição de 1787 – ainda hoje vigente, a sucessora dos limitados *Articles of Confederation*, de 1781 –, entre o Estado Federal e os federados. O quadro institucional da Federação compreende o Congresso, bicameral, o Presidente e o Supremo Tribunal (arts. I, II e III, da Constituição). O âmbito do poder legislativo federal encontra-se limitado às matérias previstas na Constituição (art. I, *section* 8), compreendendo, entre outras questões, a criação de impostos e o comércio externo e interestadual, sendo que a X emenda, constante do *Bill of Rights*, contemporânea da Constituição, determina que “[o]s poderes não delegados nos Estados Unidos pela Constituição, nem por ela proibidos aos estados, são reservados aos estados respetivos, ou ao povo”. Com fundamento nessa emenda, desde cedo foi entendido que a competência legislativa para conceder e regular a *incorporação* nas respetivas circunscrições territoriais pertencia aos estados federados.

O período que se seguiu à independência foi marcado por uma certa hostilidade política à *corporation* enquanto instrumento de estruturação jurídica do exercício de atividades económicas. Essa hostilidade prende-se com o *ambiente de desconfiança* perante o fenómeno, que inspirara o *Bubble Act* e que se transmitira aos anglo-americanos no período colonial, mas também com aspetos exclusivamente relacionados com a clivagem política entre federalistas e republicanos, que se iniciara logo durante a presidência de George Washington, na divergência de conceções entre Hamilton e Jefferson – ambos delegados à Convenção Constitucional e membros do primeiro executivo – sobre a delimitação constitucional das esferas dos poderes político-legislativos do Estado Federal e dos federados, evidenciada numa diversa interpretação da enigmática cláusula *necessary and proper*²⁰,

¹⁹ *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States, 1780-1970*, cit. 8 e 9.

²⁰ Esta cláusula, integrada na *sec.* 8 do art. I determina, na sequência da delimitação do âmbito material dos poderes do Congresso, que o mesmo poderá “[...] make all laws which shall be necessary and proper for carrying into execution the foregoing powers, and all other powers vested by this Constitution in the government of the United States, or in any department or officer thereof”; sobre as clivagens políticas entre os estados confederados – pequenos e grandes estados, por um lado, estados no Norte e do Sul, por outro – que estão

bem como sobre a política económica da União²¹. Os Republicanos temiam a concentração de largas massas de capital, opondo-se, por isso, à consagração da possibilidade de *incorporation* mediante *General Act*²². Essa desconfiança explica, por um lado, que a forma dominante de estruturação jurídica da atividade económica associada fosse a *partnership*, e, por outro lado, que a *incorporação* se tenha mantido até meados do século XIX centrada no sistema da concessão individualizada: o *special act of state legislature* ou *special charter system*. As *charters* evidenciavam diferenças várias no regime jurídico das *corporations*, não apenas em razão do estado da incorporação, mas também, no mesmo estado, entre *corporations* de diferentes ramos de atividade. Várias das características das *corporations* que confluem hoje no *Corporation Law*, como a responsabilidade limitada dos *sócios* e a detenção de um número de votos proporcional ao capital detido, não estavam ainda adquiridos nessas *charters*.

Na primeira metade do século XIX, a prática comercial foi tomando consciência de que a técnica organizativa da *corporation* apresentava vantagens evidentes em relação à *partnership*, ao que não pode ter sido indiferente a expansão da concessão da responsabilidade limitada aos *sócios*.

na origem da redacção da cláusula constitucional, a interpretação bipolar da mesma e o impacto dessa bipolaridade no equilíbrio de poderes entre o Estado Federal e os estados federados, cfr. JOSEPH M. LYNCH, *Negotiating the Constitution: the earliest debates over original intent*, Cornell University Press, Itaca/Londres, 2005. 1-17.

²¹ Sobre a origem histórica desta clivagem, cfr., entre outros, GEORGE BROWN TINDALL/DAVID EMORY SHI, *America: a narrative history*, 6.^a ed., W. W. Norton & Company, Nova Iorque/Londres, 2004, 228 e ss. [(229) "Philosophically, Hamilton and Jefferson had contrasting visions of the character of the Union, and their opposite views defined certain fundamental issues of American life that still echo two centuries later. Hamilton foresaw a diversified capitalistic economy; agriculture balanced by commerce and industry, and was thus the better prophet. Jefferson feared the growth of crowded cities divided into a capitalistic aristocracy on the one hand and a deprived working class on the other. Hamilton feared anarchy and loved order; Jefferson feared tyranny and loved liberty"]; a clivagem tem antecedentes, formados durante a revolução americana, numa diferença de mentalidades entre a população urbana e a rural, que produziu nesta uma desconfiança crónica em relação ao poder federal e que alimentou a campanha antifederalista pela recusa da ratificação da Constituição.

²² Jesse H. CHOPER/John C. COFFEE (JR.)/Ronald J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, 7.^a ed., Aspen Publishers/Wolters Kluwer, Austin/Boston/Chicago/Nova Iorque/Holanda, 2008, 18: "[b]asically, the Jeffersonians were reluctant to encourage industrialization, because they feared the consequences of large amounts of capital being assembled in any private enterprise; thus, they saw liberalized access to the corporate form as part of the Federalists' political program to which they were generally hostile. In consequence, use of corporate form was subjected to a host of restrictions, and the corporation was often regarded as a quasi-public entity".

Nesse ambiente, era natural que aumentasse a demanda por *special charts of incorporation*, como efectivamente sucedeu²³. Numa primeira fase, a concessão da *charter* ligou-se a uma ideia de prossecução do interesse público: os *privilégios* decorrentes da estrutura jurídica *corporation* justificavam-se para a prossecução de actividades de interesse público; depressa, porém, se estendeu à realização de atividades de interesse puramente privado, a começar pelas manufatureiras.

O passo seguinte seria, pois, a admissão da *incorporation* nos termos de um *general act*, ou seja, exclusivamente pelo cumprimento de preceitos legais dotados de generalidade, cuja consequência jurídica seria o *nascimento* de um novo sujeito de direito; paulatinamente, diversos estados irão trilhar esse caminho no início do século XIX. O pioneirismo da *general incorporation* é comumente atribuído a uma lei de 1811 do estado de Nova Iorque, *relative to incorporations for manufacturing purposes*.

As primeiras leis federadas de *general incorporation* não excluía, todavia, que a *incorporation* pudesse ser obtida pela outra via conhecida: uma *charter*. Durante algum tempo, os dois sistemas coexistiram, demonstrando a prática uma nítida preferência pelo sistema da *charter*²⁴. Não demorou muito tempo para que os legisladores federados se apercebessem de que a preferência pela incorporação *by charter* desafiava a eficácia das leis de *general incorporation*. Num passo evolutivo, foram estabelecidas fortes restrições ao *charter system*, de forma a orientar a prática na senda da *normalização* do sistema da *general incorporation*²⁵. No final do século XIX,

²³ SAMUEL WILLISTON, ob. cit., 166: “[b]efore the close of the [XVIII] century there were created in [...] [Massachusetts] about fifty such bodies, at least half of them turnpike and bridge companies. In the remaining States combined, there were perhaps as many more. There was no great variety in the purposes for which these early companies were formed. Insurance, banking, turnpike roads, tollbridges, canals, and, to a limited extent, manufacturing [...] were the enterprises which they carried on”; LAWRENCE M. FRIEDMAN, *A History of American Law*, Touchstone/Simon & Schuster, Nova Iorque, 1973 168 e 169: “[b]etween 1800 and 1850, the essential nature of the corporation changed. No longer was the business corporation a unique, *ad hoc* creation, vesting exclusive control over a public asset or natural resource in one group of favourites or investors. Rather, it was becoming a general form for organizing a business – legally open to all, and with few real restrictions on entry, duration, and management. Business practice led the way. The living law on proxy voting, general and special meetings, inspection of books, and the transfer of stock, gradually crated demands (which were granted) for standard clauses in corporate charters; and ultimately these norms were embodied in the statute and case law of corporation”.

²⁴ Cfr., entre outros, SAMUEL S. ARSHT, ob. cit., 4 e 5; LAWRENCE M. FRIEDMAN, ob. cit. 172.

²⁵ LAWRENCE M. FRIEDMAN, ob. cit., 173, refere, a tal propósito, as Constituições de Nova Iorque, de 1846, e do Luisiana, de 1845, sendo que a primeira restringiu a emissão de *charters* aos *cases where in the judgement of the Legislature, the objects of the corporation cannot be attained under general laws* e, a segunda, proibindo *special laws* de incorporação, exceto

a maioria dos estados federados dispunha de preceitos constitucionais que, por um lado, exigiam que a incorporação se fizesse *under general law*, proibindo genericamente, por outro lado, a *special incorporation*.

A diversificação das leis federadas de incorporação (*general laws of incorporation*) revelou, no último quartel do século XIX, o fenómeno que uma parte da doutrina jurídica norte-americana designou com as expressões *charter-shopping* ou *charter-mongering*, em que se evidenciou a competição entre os estados pela atração de *corporations* à esfera das respetivas jurisdições, com evidentes objetivos de caráter económico, designadamente fiscais. Para tanto concorreram fatores de natureza económica – o incremento do comércio interestadual, como consequência do desenvolvimento das redes ferroviárias interestaduais – e político-jurídica – como a doutrina implicitamente fixada pelo Supremo Tribunal Federal, em 1868²⁶, de que os estados federados não podiam proibir a uma *corporation* incorporada num outro estado (*foreign corporation*) o exercício do comércio interestadual, o que tinha por efeito a possibilidade de as *business corporations* estenderem a sua atuação à totalidade do território dos Estados Unidos. A conjugação destes elementos com o uso do critério da sede estatutária para determinação da incidência das taxas de incorporação (*incorporation fees*) e dos impostos sobre o rendimento da *corporation*, ainda que produzido num outro estado, tornava fiscalmente atrativa, na perspetiva federada, a possibilidade de se ser um estado *apetecido* para a constituição de *business corporations*²⁷. Essa apetência seria, naturalmente, efeito de contrapartidas oferecidas pela lei de incorporação aos promotores da mesma; a fórmula encontrada, tendo por objeto as *corporations* de subscrição pública, foi a *oferta* de regimes jurídicos que, fundamentalmente, ali-

no respeitante a *corporations* com finalidades políticas ou municipais; refere também o A. que “[i]t was no accident to find clauses about charters in state constitutions. [...] Office-holders were bound to be tempted by rich unscrupulous corporations. In many states, actual scandals underscored this fear, and weakened public confidence in elected officials. To win the war against the great agglomerations, it was felt necessary to put restraints on the legislatures too”.

²⁶ *Paul v. Virgínia* (cfr. HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 26 e n. 15).

²⁷ Às razões invocadas haverá que acrescentar, com fazem ALFRED F. CONARD/MICHAEL WALLACE GORDON, “Business enterprises”, cit., 318, e FRANKLIN A. GEVURTZ, *Corporation law*, West Group, S. Paulo, Minesota, 2000, 37, a *internal affairs doctrine*, contruída pelos tribunais, nos termos da qual a lei federada competente para regular os *assuntos internos* da *corporation* é a do estado da incorporação; o último A. citado refere que “[w]hat gives the internal affairs doctrine its practical impact is that corporation statutes typically allow persons to form a corporation pursuant to the statute (in other words, incorporate in the state) without regard to the residence of those who intend to participate in the venture and without regard to where the parties intend to conduct business”.

geiravam as possibilidades de controlo da generalidade dos *sócios* sobre a gestão (*management*) da *sociedade* e reforçavam o poder interno dos *grupos de comando*, ou seja, regimes *alinhados com o management*, na expressão de WILLIAM M. CARY²⁸⁻²⁹. Nessa tendência, o pioneirismo coube ao estado de Nova Jérсия, com uma lei de 1875, que, nas palavras de HARRY G. HENN e de JOHN R. ALEXANDER, se tornou na “primeira ‘mãe das corporações’”³⁰. Seguiram o seu exemplo os estados do Maine, da Virgínia Ocidental e do Delaware (1899), que é, reconhecidamente, o que maiores e melhores proveitos obteve com a *liberalização* – a expressão é ainda de HENN-ALEXANDER³¹ – do seu *Corporation Law*³².

²⁸ “Federalism and corporate law: reflections upon Delaware”, in *The Yale Law Journal*, 83 (1973/1974), 665 e 666. Cfr. SAMUEL S. ARSHT, ob. cit., 12, que, comentando a evolução do *Corporation Law* de Delaware entre 1899 e a década de trinta do século XX, refere que “[m]any of the additions to the [1899] statute during this period can fairly be characterized as protective provisions, intended to insulate officers and directors from liability in particular situations”; com uma perspectiva diversa das anteriores, FRANKLIN A. GEVURTZ, ob. cit., 40: “[t]o understand this concern, it is usefull to start by asking who actually decides where to incorporate. The answer, as practical matter, is that individuals who anticipate the role of managers (and often majority shareholders) of the new corporation typically decide where to incorporate. [...] Such individuals would prefer a corporation law which contains the least constraints on their freedom to take actions to which minority shareholders might object”.

²⁹ LUCIEN ARYE BECHUCK, “Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law”, in *Harvard Law Review*, 1992, (1437-1510) 1442: “[...] because close corporations generally incorporate in the states in which their principal places of business are located [...], the state competition debate has naturally focused on publicly traded companies [...]”.

³⁰ Ob. cit., 26; cfr. também MORTON KELLER, “Law and the corporation”, in *Looking back at law's century* (vol. organizado por Austin Sarat, Bryant Garth e Robert A. Kagan), Cornell Univesity Press, Itaca/Londres, 2002, 235.

³¹ Ob. cit., 26.

³² Cfr. SAMUEL S. ARSHT, ob. cit., 6: “[d]uring the interval between 1898 e 1899, a small group of individuals perceived the possibilities of large revenues if new enterprises could be induced to incorporate in Delaware. [...] This group is generally credited with the drafting of the 1899 General Corporation Law. [...] Their efforts were not altogether altruistic, however, since they planned to organize their own corporation, modelled upon similar ones operating in New Jersey, to engage in the business of incorporating companies under the new law and representing them in Delaware”; DAVID A. SKEEL, “Icarus and american corporate regulation”, in *The business lawyer*, 61 (2005/2006), 163-165, refere, como sequência da aprovação pelo Congresso do *Sherman Act* (1890) que, “[t]he most important ally of Rockefeller and his peers in the battle over corporate size and concentration was New Jersey. In 1889, New Jersey enacted a revolutionary new corporate law statute that, among other things, explicitly authorized corporations to own stock in other corporate entities. Since acquiring the stock of other companies in an industry was one strategy for setting up a trust, the New Jersey statute served as a welcome mat for large corporations. The

É, assim, normal que a escolha do estado federado da incorporação seja *de per se* uma questão a considerar no momento da constituição da *corporation*, sobretudo para as que pretendam operar em mais do que um estado – ou aquando da modificação da lei de um estado *concorrencial*, visando a transferência da sede estatutária da *corporation* para o território do mesmo (*reincorporation*) – e, por isso, um problema do âmbito do *Corporation Law*.

3.4. Tendências de uniformização

A diversidade dos regimes jurídicos da *corporation* nos diferentes estados produziu também esforços metaestaduais de criação de *modelos normativos* que pudessem ser utilizados por eles na conceção do *corporate law* federado, com evidentes objetivos de uniformização, encabeçados por organizações não governamentais como a *American Bar Association* (ABA), associação interestadual de advogados e de estudantes de Direito, fundada em 1878, e o *American Law Institute* (ALI), associação interestadual de juizes, advogados e académicos, criada em 1923, cujo objeto consiste na melhoria da conceção e aplicação do direito americano.

É neste contexto que em 1928 surge o *Uniform Business Corporation Act*, promulgado pela *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws*, que viria a ser adotado por alguns poucos estados; o seu insucesso como lei uniforme determinaria a comissão a redeterminá-lo *Model Business Corporation Act* em 1943, tendo sido abandonado em 1958. Apesar do insucesso como lei uniforme, o *Uniform Business Corporation Act* constituiu fonte de importantes reformas do *Corporation Law* dos estados da Califórnia, Ilínois, Michigan, Minesota e Pensilvânia.

Ainda durante o período de aplicação do modelo da *National Conference*, em 1950, foi aprovado pela *American Bar Association* um modelo próprio de *Corporation Act*, também designado por *Model Business Corporation Act*, que continua a servir de base à legislação de vários estados (*model jurisdictions*) e que foi sujeito a diversas revisões nos seus mais de cinquenta anos de existência, sendo as mais expressivas as de 1969 e de

managers of many of the largest corporations, including Rockefeller, quickly made their way to New Jersey, thus setting the stage for a major clash between state corporate regulations and the Sherman Act. [...] Until 1913, New Jersey was the Liberia of corporate law, the clear winner in the competition to persuade large corporations to fly under the state's flag. But New Jersey dropped out of the picture in 1913, due to the presidential aspirations of Woodrow Wilson. Delaware took over and has made sure that it will not repeat its fore-runner's mistake".

1984 (tendo esta dado origem à versão conhecida como *Revised Model Business Corporation Act*)³³; a última publicação oficial do *Model* data de Dezembro de 2007 (4.^a edição), mas já foram posteriormente aprovadas alterações ao mesmo. O primeiro projeto do *Model Business Corporation Act* remonta a 1943.

Nas décadas de cinquenta e sessenta do século passado assistir-se-ia a uma nova vaga de revisões do *Corporation Law* na maioria dos estados. Na primeira metade da década de cinquenta, o sentido geral dessas revisões foi o de reorganização e simplificação dos regimes jurídicos, procurando-se um justo equilíbrio entre “os interesses dos sócios, dos administradores, dos trabalhadores e o interesse público”³⁴. Todavia, em 1967, o estado do Delaware procedeu à reforma da sua lei de *general incorporation* – *General Corporation Law*, de 1899 – tendo depois disso realizado diversas revisões da mesma. O sentido daquela reforma foi o de tornar o regime jurídico das *corporations* ainda mais flexível em relação às necessidades de gestão, o que, em 1983, justificava a afirmação de HENN-ALEXANDER de que “[a] nova lei [...] é de longe mais ‘permissiva’ em praticamente todos os aspetos do que qualquer outra lei de sociedades de qualquer outro estado”³⁵. O efeito da reforma foi, por um lado, o de tornar o Delaware ainda mais atrativo para a constituição de *corporations* – na perspetiva dos grupos de comando –, e por outro lado, o de lançar outros estados numa *corrida à liberalização* das respetivas leis sobre *corporations* [depreciativamente qualificada por um vasto sector doutrinal como *corrida para o fundo* (*race to the bottom*), expressão cunhada por WILLIAM M. CARY³⁶], a fim de as manterem suficientemente apelativas, atraindo incorporações ao respetivo território e evitando a migração de *domestic corporations*.

No que respeita às tentativas de harmonização do *corporation state law* americano, importa ainda considerar os *Principles of corporate governance*:

³³ Para uma síntese evolutiva do *Model Business Corporation Act*, cfr. RICHARD A. BOOTH, “A chronology of the evolution of the MBCA, in *The business lawyer*, 56 (2001), 63-67; sobre a formação do *Revised Model*, cfr., entre outros, ELLIOT GOLDSTEIN, “The relationship between the Model Business Corporation Act and the Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations”, in *George Washington Law Review*, 52 (1984/1985), 503-505.

³⁴ HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 28 (trad. nossa).

³⁵ Ob. cit., 30 (trad. nossa). DAVID A. SKEEL, ob. cit., 165: “[...] the moment that defined Delaware’s current pre-eminence came in 1967, when Delaware passed a major reform overhaul of its general corporation law. Spear-headed by Samuel Arsht, who is viewed by many as the father of Delaware corporation law, the 1967 reforms explicitly authorized cashout mergers and expanded corporation’s right to indemnify their directors against liability claims”.

³⁶ “Federalism and corporate laws: reflections upon Delaware”, cit., 666.

analysis and recommendations (Principles), do American Law Institute (ALI), cuja origem mais direta remonta aos simpósios ALI-ABA de 1978-1979³⁷. Os *Principles* foram aprovados pelo ALI em 1994; na sua base encontram-se reflexões doutrinárias de várias décadas sobre o controlo legal do *management* das *publicly-held corporations* (sociedades abertas), que se aprofundaram no lastro das teses de BERLE e MEANS (1932)³⁸ sobre a moderna dissociação entre a titularidade do capital – centrada nos *shareholders* – e o seu controlo – centrado nos *managers* –, propiciada pela enorme dispersão do capital acionista, que possibilitaria aos últimos a apropriação da riqueza dos primeiros colocada nas empresas administradas pelos últimos³⁹. Não falta ainda na doutrina jurídica americana quem refira que o bom acolhimento do projeto do ALI junto da *prática societária* foi causado pelo receio da intervenção federal reclamada por um setor doutrinário como meio de combate à *síndrome do Delaware*.

Diversamente do que sucede com o *Model Business Corporation Act* da *American Bar Association*, os *Principles* não pretendem constituir um repositório exaustivo do *Corporation Law*, tendo apenas por objeto aspetos direta e indiretamente relacionados com a *governança das sociedades* (objetivo e conduta da sociedade, estrutura da administração, recomendações de práticas societárias respeitantes à administração e às comissões que nela funcionam, deveres de cuidado e *business judgment rule*, papel dos administradores e de certos acionistas em operações societárias que importem a transmissão do controlo da sociedade, ofertas públicas de aquisição e

³⁷ Cfr. BARRY D. BAYSINGER/HENRY N. BUTLER, "Revolution versus evolution in corporation law: the ALI's project and the independent director", in *George Washington Law Review*, 52 (1983/1984), 557, n. 1; os textos das comunicações podem consultar-se no Vol. *Commentaries on corporate structure and governance: the ALI-ABA Symposiums 1977-1978*, AA. VV. (org. de Donald D. Schwartz), ALI-ABA, Filadélfia, 1979.

³⁸ ADOLF A. BERLE/GARDINER MEANS, *The modern corporation & private property*, em particular 66 e ss. (Capítulo V: *The evolution of control*, e Capítulo VI: *The divergence of interests between ownership and control*); foi consultada a 2.ª ed., da Transaction Publishers (1997); a 1.ª ed. é de 1932 (Harcourt, Brace & World, Inc.).

³⁹ Nos textos publicados das comunicações dos simpósios, cfr., em particular, MELVIN ARON EISENBERG, "A larger role for shareholders", e HARVEY J. GOLDSCHMID, "The governance of the public corporation: internal relationships", ambos in *Commentaries on corporate structure and governance*, 133-138, 167-177, respetivamente. Entre nós podem encontrar-se referências à matéria, por exemplo, em PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas*, Almedina, Coimbra, 2006, 20 e ss., obra na qual o modelo se encontra publicado como anexo (113 e ss.). Sobre a influência das teses de BERLE e MEANS na subsequente doutrina jurídica americana, cfr. Edward B. ROCK, "America's shifting fascination with comparative corporate governance", in *Washington University Law Quarterly*, 367 (1996), 368 e ss.

meios processuais conexos), apresentando, por isso, um caráter fragmentário naquele contexto⁴⁰. Os *Principles* distinguem-se ainda do *Model Business Corporation Act* pelo facto de apenas em parte se dirigirem aos legisladores federados, como modelos de regulação; em certos domínios dirigem-se aos tribunais, com reformulações (*restatments*) de regras alcançadas pela própria jurisprudência e, por último, às próprias *corporations*, para adoção voluntária (*soft law*)⁴¹. Refira-se, a terminar, que os *Principles* constituíram um dos mais controversos projetos do ALI, sobretudo no que respeita às propostas neles contidas sobre a estrutura da administração, no que se reflete o próprio conflito de *escolas* entre a linha doutrinária que, situada na esteira das teses de BERLE e MEANS (*corporate-agency problem*), reclama regulações legais que controlem o poder do *management* de se apropriar do património dos *shareholders* (CARY, EISENBERG e SCHWARTZ, por exemplo), e os que negam a própria existência do *corporate-agency problem* (MANNING, ROMANO, EASTERBROOK e FISHEL, entre outros)⁴².

⁴⁰ MELVIN ARON EISENBERG, "An introduction to the American Law Institute's corporate governance project", in *George Washington Law Review*, 52 (1983/1984), 498 – "[...] the Corporate Governance Project was intended to cover only those aspects of corporation law that relate to corporate governance, or, to put it perhaps more accurately, only the most important aspects of corporate governance. To this end, the Project was divided into seven Parts: Definitions; Objective and Conduct of the Business Corporation; Structure of the Corporation; Duty of Care and the Business Judgment Rule; Duty of Loyalty; Transactions in Control; and Remedies" –, e "An overview of the principles of corporate governance", in *The business lawyer*, 48 (1993), 1272.

⁴¹ Cfr. MELVIN ARON EISENBERG, "An introduction to the American Law Institute's corporate governance project", cit. (1983/1984), 498, e "An overview of the principles of corporate governance", in *The business lawyer*, 48 (1993), 1272. Sobre o sentido da expressão *corporate governance* é interessante confrontar as palavras de JOHN FARRAR (*Corporate governance: Theories, Principles, and Practice*, 2.^a ed., Oxford University Press, 2005, 3): " 'Corporate governance' is a term that has been in circulation for the last twenty years and its present use emanates from the USA although it is now truly international. 'Corporate governance' was used, probably for the first time, in 1962, by Richard Eells of Columbia Business School in his book *The Government of Corporations*, in which 'The Study of Corporate Governance' was the subject of chapter I. Now it is a fashionable concept, and like many fashionable concepts, it is somewhat ambiguous and a bit of a cliché. In its narrower, and most usual, sense it refers to the companies legislation but also de facto control of corporations. In addition we are also looking at accountability, not only in terms of legal restraints but also in terms of systems of self-regulation and the norms of so-called 'best-practice'. Self-regulation starts off as a simple concept but becomes progressively more complex. Added to this we have business ethics".

⁴² Para uma análise do confronto das duas escolas no quadro do projeto do ALI, cfr., entre outros, BARRY D. BAYSINGER/HENRY N. BUTLER, "Revolution versus evolution in corporation law: the ALI's project and the independent director", in *George Washington Law Review*, 52 (1983/1984), *passim*.

4. A *partnership*

4.1. Elementos históricos. Uniformização normativa

No espectro temporal que decorre entre a independência dos Estados Unidos da América e o final da década de setenta do século XX a União conheceu duas modalidades de *partnership*, à semelhança do que sucedeu historicamente no direito britânico: a *general partnership* e a *limited partnership*; a diferença fundamental entre ambas reside no facto de os *partners* da primeira serem todos ilimitadamente responsáveis pelas obrigações da sociedade e, na segunda, existirem *partners* de responsabilidade ilimitada e *partners* de responsabilidade limitada. A partir do final dos anos setenta, essas formas tradicionais de *partnership* enfrentariam a concorrência de novas *unincorporated business associations* que, evoluindo para a responsabilidade limitada de todos os *partners*, colocariam o primeiro tipo em franca regressão.

Os mais diretos antecedentes históricos da *partnership* encontram-se na *compagnia* medieval. Em Inglaterra, o seu enquadramento jurídico foi, até à primeira metade do século XIX, sucessivamente fornecido pela *equity* e pelo *common law*, sendo depois objeto de intervenções legislativas (*statute law*)⁴³.

O essencial enquadramento do *common law* era, naturalmente, o conhecido pelos anglo-americanos no período colonial, mas também nos Estados Unidos da América se chegaria à intervenção do *statute law* sobre a matéria, que se iniciou no final do século XIX, como esforço de sistematização do *partnership law* de alguns estados⁴⁴. A sistematização interna depressa evoluiria, no início do século XX, para tentativas de uniformização do *Partnership Law* dos diversos estados americanos, representadas por duas leis-modelo, uma relativa à *general partnership*, o *Uniform Partnership Act* (UPA), de 1914, e, a outra, à *limited partnership*, o *Uniform Limited Partnership Act* (ULPA), de 1916.

O *Uniform Partnership Act* de 1914 foi proposto pela *Conference of Commissioners on Uniform State Laws*, que havia iniciado a sua preparação em 1902, tendo sido adotado por todos os estados, com exceção do Louisiana. Esta lei-modelo integra grande parte do *common law* que então regia a *partnership*, com algumas modificações. A forma de organização jurídica objeto do UPA de 1914 é comumente designada por *general partnership*,

⁴³ Para uma perspetiva americana, cfr. entre outros, ALAN R. BROMBERG, (*Crane and Bromberg*) *On Partnership*, West Publishing Co., S. Paulo, Minnesota, 1968, 10 e ss.

⁴⁴ Cfr. ALAN R. BROMBERG, ob. cit., 12 e 13.

terminologia que visa distingui-la da *limited partnership*, criada pelo *Uniform Limited Partnership Act*, também designada pela prática jurídica como *special partnership*.

Em meados da década de oitenta, a *American Bar Association* recomendou a revisão do *Uniform Partnership Act*; da conjugação dos seus esforços com os da *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* resultaram revisões daquela lei-modelo em 1992, 1993, 1994 [que aprovou o *Revised Uniform Partnership Act* (RUPA)], 1996 (introdução da *Limited Liability Partnership*) e 1997; cada um desses modelos toma o nome de *Uniform Partnership Act*, acrescentando-lhe o respetivo ano de aprovação.

Também o *Uniform Limited Partnership Act* de 1916 foi objeto de revisões, embora estas se tenham iniciado já na década de setenta. A primeira revisão ocorreu em 1976 e deu origem ao *Revised Uniform Limited Partnership Act* (RULPA)⁴⁵, que foi alterado em 1985. Em 2001 foi aprovado um novo *Uniform Limited Partnership Act*.

A vasta adesão dos estados americanos ao *Uniform Partnership Act* de 1914 e ao *Uniform Limited Partnership Act* 1916, com poucas e inexpressivas revisões estaduais até meados dos anos oitenta, garantiu a uniformidade do *partnership law* americano durante décadas. A apetência estadual para a adoção das leis uniformes revela um fenómeno antagónico ao da competição entre estados pelo *mais liberal Corporation Law*⁴⁶ e tem como explicação essencial uma questão fiscal: os diversos regimes de tributação dos lucros das *corporations*, por um lado, e das *partnerships*, por outro. Até 1909 os lucros das *corporations* foram tributados exclusivamente aos *stockholders*, após distribuição. Nesse ano, o Congresso aprovou a tributação autónoma do lucro à própria *corporation* (*federal corporate income tax*), criando assim um regime de dupla tributação do mesmo (na esfera jurídica da *corporation* e, após distribuído aos *stockholders*, na destes); as *partnerships*, por seu turno, sempre estiveram isentas de uma tributação autónoma de lucros, rendimento tributado exclusivamente na esfera jurídica dos *partners*, na proporção da respetiva participação (*pass-through taxation*; transparência fiscal). Num plano puramente histórico, não é difícil antever que a explicação dos diversos regimes de tributação se relaciona com o facto de a *corporation* ter sido sempre considerada no direito norte-americano como subjetividade autónoma e de a *partnership* ser tradicionalmente confinada ao esquema contratual; pode assim dizer-se que, enquanto a *corporation*

⁴⁵ MELVIN ARON EISENBERG, *An introduction to agency, partnerships and LLCs*, 3.^a ed., Foundation Press, Nova Iorque, 2000, 118: “[t]he new Act modernized the prior Act and reflected the influence of the corporate model. It has been widely but not universally adopted”.

⁴⁶ *Supra*, 3.3.

era titular de um património, a *partnership* constituía – em parte – um património de afetação, titulado pelos *partners*.

Neste enquadramento, compreende-se que a vontade dos governos estaduais de inovar em matéria de regulação das *partnerships* se encontrasse fortemente autolimitada pela necessidade de evitar que as correspondentes estruturas empresariais – sobretudo no que diz respeito à *limited partnership* – pudessem ser interpretadas pelo *Internal Revenue Service* da administração federal (IRS) como dotadas de *características de corporação* e, assim, correspondentemente tributadas.

Se a isto se acrescentar que na história das *business associations* americanas comparecem figuras contratuais socialmente nominadas mas de contornos jurídicos fluidos no conjunto dos diversos estados – como o chamado *Massachusetts trust* ou *business trust*⁴⁷ e as *joint stock companies*⁴⁸, bem como híbridos entre a *partnership* e a *corporation*, como as chamadas *limited partnership associations*, *statutory partnership associations* ou *limited partnership associations* –, compreende-se que administração federal se preocupasse com a determinação do regime tributário matricial das mesmas (o das *corporations*, por um lado, ou o das *partnerships*, por outro). Não

⁴⁷ ALAN R. BROMBERG, ob. cit., 167 e ss.: “[t]he business trust is an adaptation of the traditional common law (or equitable) trust to the purpose of carrying on a business. [...] ‘Massachusetts trusts’, originated because of the hostility of some states towards corporation, and due to the desire [for] ... advantages that would be secured by incorporating, without incurring the burdens and restrictions resulting therefrom” [citando uma decisão judicial da Califórnia, de 1930]. [...] The business trust started in England but gained its greatest vitality in Massachusetts in the later 19th century [...]. It retained considerable vogue until the 1920s, after which it declined in popularity. There were several reasons [...]: (1) decisions in a number of states imposing personal liability on beneficiaries, (2) decisions exposing the trusts to federal income taxation as corporations, and (3) gradual enactment of legislation subjecting trusts to many of the other burdens of corporations. [...] transferable interests and centralized management – plus the continuity of life which makes the trust’s existence independent of change in, or occurrences to, beneficiaries – give the business trust a close resemblance to the corporation”.

⁴⁸ A *joint stock company* ou *joint stock association* constitui uma estrutura empresarial de carácter exclusivamente contratual e entre as características da sua tipificação social contam-se a divisão do capital em *shares* e a respetiva transmissibilidade, bem como a separação entre a propriedade do capital e a administração. A responsabilidade dos seus membros é tradicionalmente tida por ilimitada, não obstante estar estabelecida a validade de limitações contratuais diretamente estabelecidas com credores; cfr., entre outros, ALAN R. BROMBERG, ob. cit., 178 e ss., em que pode ler-se que “[t]he JSC originated in a period when corporate charters were hard to get, and was primarily a capital-pooling (or capital-raising) and management-centralizing device. [...] The principal users in 19th century America were the Express companies [...] but they, like nearly everyone else, have now abandoned the form for the greater safety of incorporation”.

se estranha, por isso, que a administração federal sentisse a necessidade da elaboração de critérios normativos destinados à determinação do tipo de tributação da empresa, como *corporation* ou como *partnership*, o que sucedeu em meados da década de cinquenta, com a aprovação das chamadas *Kintner regulations* ou *teste dos quatro fatores* – (i) responsabilidade limitada; (ii) duração indeterminada; (iii) administração centralizada e (iv) livre transmissibilidade das participações. A estrutura empresarial a que correspondessem mais do que duas dessas características seria considerada como *corporation* e como tal tributada. E compreende-se, também, que o *Internal Revenue Service* americano tenha, ao longo dos anos, emitido diversas aprovações de leis estaduais relativas à *limited partnership*, confirmado a respetiva conformação com os *uniform limited partnership acts* e o consequente tratamento fiscal.

As *Kintner regulations* foram revogadas em 1997 pelo § 301.7701 das *Treasury regulations*, correntemente designadas por *check-the-box rules*; esta regulação criou para as *business associations* que não sejam expressamente tributadas como *corporations* um sistema de opção quanto ao regime da tributação dos lucros: o regime de transparência fiscal é presumido, mas os sócios podem optar por uma *corporate taxation*, ou seja pela tributação autónoma.

Como é bom de ver, enquanto vigoraram, as *Kintner regulations* exerceram forte influência no sentido da uniformização do *partnership law* em torno das leis-modelo de 1914 e 1916, o que vale por dizer que a *questão fiscal* a mobilizou; as *check-the-box rules*, por seu turno, incentivaram um movimento inverso⁴⁹.

A uniformidade do *partnership law* americano começou a ser quebrada a partir do final da década de setenta, tendência em cuja base se encontram elementos explicativos diversos das *check-the-box rules*, entre os

⁴⁹ WILLIAM H. CLARK JR., “Rationalizing entity laws”, in *The business lawyer*, 58 (2002/2003), 1008: “[d]istinguishing between taxable corporate entities and business forms that were not entitled to pass-through taxation proved too difficult for the IRS to administer in a coherent fashion. As a result, the ‘check-the-box’ rules became effective in January of 1997. [...] Under the check-the-box rules, the owners of an entity that is not incorporated are presumed to want pass-through taxation, but corporate taxation of the entity may be elected by simply checking a box on a tax form”; 1015: “[t]he federal income tax regulations were originally a major force for uniformity of general partnership and limited partnership laws. [...] The check-the-box regulations have now removed that restriction. The result is that the one force pushing state laws toward uniformity has been removed. The development of state corporation laws has traditionally involved a competition among the states and experiments with new approaches. [...] The same dynamics is now at work in the area of unincorporated entity laws”.

quais merecem destaque (i) a crescente reivindicação de responsabilidade limitada para os sócios das *partnerships*, com simultânea manutenção do regime de transparência fiscal e (ii) a resposta dos legisladores estaduais a essa reivindicação, que resultou na criação de novas estruturas associativas empresariais (as *limited liability companies*, as *limited liability partnerships* e as *limited liability limited partnerships*)⁵⁰.

A multiplicação das estruturas jurídicas das *unincorporated business associations* gerou um debate próprio da doutrina norte-americana entre os partidários da mesma, porque nela encontram vantagens, e os defensores de uma *racionalização* e consequente redução do número dessas estruturas, que consideram indesejável a situação existente⁵¹.

Fator de desarmonia legislativa entre os diversos estados no que se refere às *unincorporated business associations* americanas foi também a insistente revisão do *Uniform Partnership Act* (1914) a que se assistiu na década de noventa do século passado. Porque os diversos *Uniform Partnership Acts* constituem apenas leis-modelo propostas aos estados americanos, porque estes não têm idêntico ritmo na sua adoção e porque os podem adotar com modificações, o quadro legal resultante para o conjunto da união é muito complexo, com as várias versões em vigor em diversos estados, designadamente a de 1914, numa situação agora comparável à do *state corporation law*.

4.2. Caraterização

No *common law*, a *partnership* constitui uma relação contratual entre dois ou mais *partners* para o exercício em comum de uma atividade económica-lucrativa (*business*), muito embora a doutrina jurídica norte-ameri-

⁵⁰ MELVIN ARON EISENBERG, *An introduction to agency, partnerships and LLCs*, cit., 117: “[...] traditionally the predominant considerations in selecting a form of organization have been taxation and liability. Owners want minimum taxation and maximum protections against individual liability. For many years, the major choice of prospective owners was between corporations and partnerships. Corporations offered maximum protection against liability; partnerships [...] normally offered minimum taxation. In recent years, however, new, alternative forms of unincorporated business organization have emerged that offer both protection against liability and minimum taxation”.

⁵¹ Para uma visão geral da questão, cfr. WILLIAM H. CLARK JR., “Rationalizing entity laws”, in *The business lawyer*, 58 (2002/2003), 1017 e ss.; para pronúncias filiadas nas duas perspectivas enunciadas, cfr., respetivamente, e entre outros, ALLAN W. VESTAL, “ ‘Assume a rather large boat...’: the mess we have made of partnership law”, in *Washington and Lee Law Review*, 54 (1997), n.º 1, 487 e ss.; LARRY E. RIBSTEIN, “Making sense of entity rationalization”, in *The business lawyer*, 58 (2002/2003), 1023-1042, *passim*.

cana tenda a sublinhar a especificidade do conteúdo deste contrato, e, por isso, a negar que o direito que o regula se esgote num conjunto de normas do âmbito de institutos gerais, como o contrato, a responsabilidade civil extracontratual (*tort*), a propriedade ou a representação voluntária (*agency*)⁵².

Na sec. 6, (1), do *Uniform Partnership Act* 1914 encontra-se uma definição de *partnership*: “[...] an association of two or more persons to carry on as co-owners a business for profit”; HENN/ALEXANDER delimitam o conceito nos seguintes termos: “(a) associação, (b) de duas ou mais pessoas (com capacidade legal para adquirirem a qualidade de *partners*), (c) exercendo uma atividade económica (mais do que um único acto; propósito comercial), (d) como comproprietários, (e) para obtenção de lucro”⁵³.

A caracterização da *general partnership* no UPA de 1914 passa fundamentalmente pela responsabilidade a título principal, ilimitada e solidária, de todos os *partners* pelo cumprimento das obrigações decorrentes da atividade daquela⁵⁴.

A *limited partnership* caracteriza-se por uma diferenciação na estrutura da participação societária, que comporta sócios de responsabilidade ilimitada (*general partners*) e sócios de responsabilidade limitada (*limited* ou *special partners*) e, tradicionalmente, por associar a gestão da empresa com a responsabilidade ilimitada, o que impede o seu exercício aos *limited partners*. A *limited partnership* constitui criação do *statute law* estadual, não tendo antecedentes no *direito comum*⁵⁵, tendo sido posteriormente objeto de uma lei-modelo, o *Uniform Limited Partnership Act* 1916, adotada por todos os estados, com exceção do Luisiana.

Funcionalmente, a *general partnership* aproxima-se da sociedade em nome coletivo da Europa continental; a *limited partnership*, da sociedade em comandita simples.

⁵² HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 61: “[p]artnership law is, in large part, a body of distinct law, not merely the application of principles of the general law of contracts, torts, property, and agency. [...] The sources of this law are in the common law, civil law, equity, and the law merchant”.

⁵³ Ob. cit., loc. cit., tradução nossa.

⁵⁴ Cfr., por último, o *Uniform Partnership Act* 1997, sec. 306(a): “[e]xcept as otherwise provided in subsections (b) and (c), all partners are liable jointly and severally for all obligations of the partnership unless otherwise agreed by the claimant or provided by law”; o UPA de 1997 estabelece, todavia, a favor dos *partners* um benefício de excussão prévia do património da *partnership* [sec. 307, (d)].

⁵⁵ Nos Estados Unidos da América, a primeira consagração legal de um tipo societário com esta estrutura deu-se no estado de Nova Iorque, em 1822 (cfr. HARY G. HENN/JOHN R. ALEXANDER, ob. cit., 86). Em Inglaterra, a *limited partnership* foi criada por uma lei de 1907, ano em que o foi igualmente a *private company*.

O *common law* nunca reconheceu na *partnership* um sujeito de direito, o que em parte explica que tal qualificação não tenha passado ao *Uniform Partnership Act* de 1914, como sistematização que é de regras originárias daquele. Não obstante isso, a referida lei reconhece à *partnership* algumas faculdades que, na personificação jurídico-coletiva de tradição latina são próprias de um centro autônomo de imputação de direitos e vinculações, como a de ter patrimônio próprio e de celebrar negócios jurídicos com os respetivos *partners*. Esta orientação foi abandonada na vaga de *revisionismo* do *partnership law* iniciada nos anos setenta do século XX, quer no que respeita à *general partnership* quer no que concerne à *limited partnership*. Com efeito dispõe atualmente a *sec. 201, (a)*, do *Uniform Partnership Act* de 1997 que “[a] partnership is an entity distinct from its partners”⁵⁶; a *sec. 104, (a)*, do *Uniform Limited Partnership Act* de 2001 determina, por seu turno, que “[a] limited partnership is an entity distinct from its partners [...]”.

Na *limited partnership*, a situação jurídica dos *general partners* não difere substancialmente da dos *partners* de uma *general partnership*: são ilimitada e solidariamente responsáveis pelo cumprimento das obrigações da *partnership* – sendo que, modernamente, têm-se usado *corporations* e *limited liability companies*⁵⁷ como *general partners* –, por um lado, sendo os únicos que, por outro lado, podem participar na gestão (quanto a este último aspeto, apenas no que diz respeito às leis de 1916, 1976 e 1985, e, nesta, já de forma algo mitigada). Os *limited partners*, nos termos do *Uniform Limited Partnership Act* de 1916, respondem pelas obrigações da *partnership* até um determinado limite acordado entre os sócios e não podem participar da gestão, sob pena de responderem como *general partners*; a respetiva entrada não pode consistir em indústria, detendo os mesmos, na liquidação, um direito prioritário de reembolso das suas entradas. A proibição das contribuições de indústria e o direito prioritário de reembolso foram abolidos pelo *Revised Uniform Limited Partnership Act* de 1976. O *Uniform Limited Partnership Act* de 2001 determina que os *limited partners* não respondem pelas obrigações da *partnership*, sendo que a sua participação na gestão já não implica responsabilidade ilimitada (*sec. 303*).

⁵⁶ Na doutrina, cfr., entre muitos outros, DONALD J. WEIDNER/JOHN W. LARSON, “The revised uniform partnership act: the reporters’ overview”, in *The business lawyer*, 49 (1993/1994), 1, 3 e ss.

⁵⁷ *Infra*, 4.3.

4.3. Tendências de fragmentação regulatória

O panorama relativamente homogêneo do *partnership law* americano a que se assistiu desde 1914, ano da aprovação do *Uniform Partnership Act*, começou a manifestar sinais de desagregação desde o final da década de setenta. O primeiro sinal evidenciou-se em 1977 na criação de uma nova *business organization* no estado do Wyoming, a *limited liability company* (LLC)⁵⁸ e na sua irradiação à União em termos não uniformes. Numa tentativa de atingir a uniformização da matéria, a *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* aprovou, em 1994, um *Uniform Limited Liability Company Act* (ULLCA)⁵⁹, que, em 2003, apenas tinha sido adotado por sete estados; por essa altura já quase todos os estados tinham uma lei própria sobre a matéria. A expectativa da doutrina na uniformização passou então a residir na adoção pelos estados de leis de LLC de nova geração, aderentes à lei-modelo. Em 2003, a *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* iniciou um processo de revisão do ULLCA, que viria a culminar com a aprovação, em 13 de Julho de 2006, do *Revised Uniform Limited Liability Company Act* (Re-ULLCA).

A caracterização essencial da *limited liability company* reside na responsabilidade limitada de todos os seus membros – ao jeito de uma *corporation* –, mas o *statute law* permite normalmente uma grande liberdade aos sócios na estruturação jurídica da empresa, ao jeito de uma *partnership*. Um aspeto que gerou um consenso alargado entre as diversas leis estaduais de primeira geração das LLC foi a respetiva dotação de um património próprio e de personalidade judiciária. O ULLCA (1996) avançou já para uma estruturação de tipo institucional, atribuindo-lhe personalidade jurídica, o que se repete no Re-ULLCA.

⁵⁸ Cfr., entre outros, LARRY E. RIBSTEIN, “The emergence of the limited liability company”, in *The business lawyer*, 51 (1995/1996), 3: “[...] The first LLC was not born, however, until it was ‘spanked’ by Revenue Ruling 88-76. With this now famous ruling, the IRS classified a Wyoming LLC as a partnership for tax purposes. [...] The importance of Revenue Ruling 88-76 to the development of LLCs is illustrated by a few statistics. By 1988, eleven years after the enactment of the Wyoming statute, only one state (Florida) had enacted an LLC statute and there were only twenty-six LLCs in Wyoming. [...] By the end of 1994, forty-six additional statutes had been passed and tens of thousands of LLCs had been formed”; WILLIAM H. CLARK JR., “Rationalizing entity laws”, in *The business lawyer*, 58 (2002/2003), 1005.

⁵⁹ Que foi sucessivamente alterado em 1995 e 1996; a alteração de 1996 constitui sequência de uma clarificação fiscal quanto à caracterização jurídica que garantia uma *partnership taxation* (*Revenue Procedure 95-10*), determinando a irrelevância, para o efeito, da forma de organização do *management*, cujo interesse foi, todavia, ultrapassado pelo advento das *check-the-box rules* (*supra*, 4.1.).

Já no que respeita ao *management*, as LLC podem ser dotadas de órgãos próprios de administração (*manager-managed LLC*) ou administradas pelos sócios enquanto tais (*member-managed LLC*)⁶⁰. A ambivalência da LLC entre as tradicionais estruturas associativas das *business associations*, as *corporations* e as *partnerships*, conduz normalmente a doutrina a afirmar o seu caráter *híbrido*⁶¹, pese embora a sua generalizada consideração como uma espécie de *partnership*.

A *limited liability company* goza atualmente de grande difusão (em 1996 já todos os estados tinham uma lei própria de LLC; de um número total de 17000 no território da União em 1993, as LLC somavam 221000 no ano de 1996⁶²).

A doutrina reconhece antecedentes à lei do Wyoming de 1977 numa lei da Pensilvânia de 1874, seguida por leis dos estados da Virgínia, de Nova Jérсия, do Michigan e do Ohio, que criaram estruturas associativas com as designações de *statutory partnership association*, *limited partnership association* e *partnership association*; a sua explicação histórica reside no facto de, à época, a *incorporação* ser difícil ou impossível de conseguir para a prossecução de certas atividades⁶³. Este tipo associativo, embora sem personalidade jurídica, combinava a responsabilidade limitada de todos os sócios, a separação entre a propriedade e a gestão da empresa e uma limitada transmissibilidade das participações sociais; todavia, o seu regime jurídico limitava a respetiva duração (tipicamente, a um período de vinte anos) e exigia

⁶⁰ Cfr., entre outros, MELVIN ARON EISENBERG, *An introduction to agency, partnerships and LLCs*, cit., 135. O Re-ULLCA (2006) – tal como, anteriormente, o ULLCA (1996) – distingue, precisamente, duas estruturas organizativas da LLC: a *member-managed* e a *manager-managed*; têm a primeira estrutura as LLC em cujo acto constitutivo se não opte pela segunda; no ULLCA (1996), numa *member-managed LLC* todos os *sócios* detinham poderes de representação no âmbito do seu *ordinary course of business* ou *business of the kind carried on by the company*; numa *manager-managed LLC* os poderes de representação da mesma residiam exclusivamente nos *managers* (sec. 301); o Re-ULLCA (2006) abandonou a abordagem do ULLCA (1996) quanto à atribuição de poderes de representação aos sócios das *member-managed LLC*, sendo que a questão dos eventuais poderes de representação da LLC pelos sócios encontra-se agora regulada na sec. 301, em termos que fazem apelo à aplicação dos princípios gerais do *agency law*, deixando assim de depender da adopção de uma certa estrutura de gestão [cfr. DANIEL S. KLEINBERG/CARTER G. BISHOP, “The next generation: the Revised Uniform Limited Liability Company Act”, in *The business lawyer*, 62 (2006/2007), 530 e ss.].

⁶¹ Cfr., entre outros, LARRY E. RIBSTEIN, “The emergence of the limited liability company”, in *The business lawyer*, 51 (1995/1996), 1.

⁶² Cfr. MELVIN ARON EISENBERG, *An introduction to agency, partnerships and LLCs*, cit., 139, citando ALAN ZEMPEL, *Partnership Returns*, 1996, 18, *Statistics of Income Bulletin*, n.º 2, 49 e 50 (1998).

⁶³ Cfr. ALAN R. BROMBERG, ob. cit., 151.

que o estabelecimento principal se localizasse no território da respectiva jurisdição, motivos pelos quais não gozou então de grande sucesso.

As atuais leis estaduais relativas à *limited liability company* apresentam desarmonias várias, que, na sua maior parte, têm essencialmente na sua origem os diversos regimes de tributação dos lucros das *corporations*, por um lado, e das *partnerships*, por outro, uma constância histórica desde o princípio do século XX.

As leis anteriores à introdução das *check-the-box rules* enfrentavam a questão da tributação federal da LLC avaliada pelas *Kintner regulations*; algumas dessas leis deixavam aos sócios liberdade para a conformação da LLC relativamente à caracterização que o *Internal Revenue Service* considerava própria de uma *corporation*, mas outras, de primeira geração, visando claramente evitar às LLC uma tributação semelhante à das *corporations*, moldaram-nas sobre normas injuntivas destinadas a evitar tal caracterização⁶⁴. O advento das *check-the-box rules*, em 1997, tendo permitido às *business associations* não tributadas como *corporations* a opção por uma tributação em regime de transparência fiscal, ainda que tenham uma caracterização próxima da *corporation*, quebrou o constrangimento à adoção de certas características legais-tipológicas e, com isso, acentuou a desarmonia estadual relativa às leis da LLC.

Uma outra estrutura associativa empresarial foi criada em 1991, no estado do Texas, a *limited liability partnership* (LLP), tendo irradiado rapidamente a toda a união, também com variantes; na atualidade todos os estados e o Distrito de Columbia têm uma lei própria de LLP⁶⁵.

A *occasio* que está na base da vasta difusão legislativa das *limited liability partnerships* durante a década de noventa prende-se com um forte movimento reivindicativo nacional das empresas de contabilidade operando como *general partnerships*. A reivindicação era a da concessão de responsabilidade limitada aos *partners*, sem que tal implicasse a perda do regime de tributação de transparência fiscal, da estrutura associativa, constituindo

⁶⁴ Cfr., entre outros, CARTER G. BISHOP, "The uniform limited liability company act: summary & analysis", in *The business lawyer*, 51 (1995/1996), 52 e 53, n. 2; LARRY E. RIBSTEIN, "The emergence of the limited liability company", in *The business lawyer*, 51 (1995/1996), 5, refere também que as normas supletivas das leis de LLC sempre foram concebidas para que esta fosse classificada como *partnership* para efeitos fiscais.

⁶⁵ Cfr. ROBERT R. KEATINGE/ALLAN G. DONN/GEORGE W. COLEMAN/ELISABETH G. HESTER, "Limited liability partnerships: the next step in the evolution of the unincorporated business organization", in *The business lawyer*, 51 (1995/1996), 159; ALLAN W. VESTAL, " 'Assume a rather large boat...': the mess we have made of partnership law", in *Washington and Lee Law Review*, 54 (1997), n.º 1, 514, n. 121; WILLIAM H. CLARK JR., "Rationalizing entity laws", in *The business lawyer*, 58 (2002/2003), 1005.

a sequência de uma *onda* de ações judiciais movidas a empresas com tais características, tendo como causa de pedir o dolo ou a negligência de algum dos *partners* no exercício profissional. Essas ações conduziram à responsabilização de todos os *partners* pelos danos causados ao cliente; algumas acabariam mesmo por ter um impacto nacional, não apenas pela grande dimensão das empresas demandadas, mas sobretudo pelo facto de terem determinado a respetiva insolvência⁶⁶.

A *ratio* originariamente subjacente à criação deste tipo associativo era a de circunscrever a responsabilidade pelos danos causados a terceiros por dolo ou negligência de algum ou alguns *partners* a estes e à *partnership*, excluindo a responsabilidade pessoal e ilimitada dos restantes⁶⁷; tratava-se, portanto, de limitar a extensão da responsabilidade dos *general partners*, sem lhes negar a possibilidade de intervirem na gestão da sociedade. Não obstante isso – e à semelhança do que sucede com a LLC –, verificam-se nas diversas leis estaduais relativas à LLP desarmonias respeitantes à responsabilidade dos *partners*, a ponto de poder hoje falar-se de uma classificação bipartida: enquanto uma minoria dos estados se mantém fiel à *ratio* originária, protegendo os *general partners* da LLP contra o dolo ou a negligência de um deles, a maioria – na senda de uma pioneira lei do Minesota de 1994 – limita a sua responsabilidade em termos semelhantes à dos *stockholders* das *corporations*⁶⁸.

⁶⁶ Um caso várias vezes referenciado na doutrina americana é o da empresa de contabilidade *Laventhol & Horwath* (1991); cfr., entre outros, WILLIAM H. CLARK JR., “Rationalizing entity laws”, in *The business lawyer*, 58 (2002/2003), 1006, n. 6: “[p]artners of Laventhol & Horwath were held personally liable for several large malpractice verdicts against the firm that were unpaid at the time of the bankruptcy”.

⁶⁷ MELVIN ARON EISENBERG, *An introduction to agency, partnerships and LLCs*, cit., 155: “[e]ssentially, LLPs are general partnerships, with one core difference and several ancillary differences. The core difference is that, as the name indicates, the liability of general partners of a limited liability partnership is less extensive than the liability of a general partner. Although the statutes vary, generally speaking a partner in an LLP is not personally liable for all partnership obligations, but only for obligations arising from her own activities [...]./Under the LLP statute, the liability of a partner is ‘limited’ only in the sense that the partner is not personally liable for all of the LLP’s obligations. A partner in an LLP is personally liable for certain obligations, and as to those obligations a partner’s liability is unlimited – that is, a partner is personally liable for those obligations to the entire extent of her wealth”.

⁶⁸ Cfr., entre outros, ROBERT R. KEATINGE/ALLAN G. DONN/GEORGE W. COLEMAN/ELISABETH G. HESTER, ob. cit., 175 e ss.; WILLIAM H. CLARK JR., “Rationalizing entity laws”, in *BL*, 58 (2002/2003), 1005 e 1010. Um quadro comparativo da legislação dos diversos estados quanto à responsabilidade dos *partners* das LLP pode consultar-se em CARTER G. BISHOP, “The limited liability partnership amendments to the uniform partnership act (1994)”, in *The business lawyer*, 53 (1997/1998), 125 e ss.

Também quanto à LLP se assistiram a tentativas de harmonização das leis dos diversos estados. Com efeito, a LLP foi introduzida no *Uniform Partnership Act* de 1996, que seguiu o modelo de responsabilidade limitada iniciada pelo Minesota em 1994 – que já então havia sido adotado pelo estado de Nova Iorque –, dispondo a *sec. 306, (c)*, que “[a]n obligation of a partnership incurred while the partnership is a limited liability partnership, whether arising in contract, tort, or otherwise, is solely the obligation of the partnership. A partner is not personally liable, directly or indirectly, by way of contribution or otherwise, for such an obligation solely by reason of being or so acting as a partner”.

Os condicionalismos históricos que estão na origem da *limited liability partnership* explicam a sua larga difusão como forma de organização empresarial entre os profissionais liberais, mas também que, em alguns estados, como é o caso de Nova Iorque, da Califórnia e do Minesota, este subtipo societário esteja, precisamente, limitado ao exercício das profissões liberais.

A LLP é considerada uma espécie de *partnership*, quer do ponto de vista legal quer doutrinário, residindo a expectativa da doutrina na uniformização estadual na adoção pelos estados de leis de LLP de *nova geração*, aderentes à lei-modelo.

Conforme já se referiu, a revisão do ULPA de 1916, realizada em 1976, deu origem ao *Revised Uniform Limited Partnership Act* (RULPA), que foi alterado em 1985. Em 2001 foi aprovado um novo *Uniform Limited Partnership Act*, cuja conceção considerou já a consagração legal e a expansão das *limited liability companies* e das *limited liability partnerships*. Quase todos os estados adotaram até ao presente uma das versões de revisão ou o novo *Uniform Limited Partnership Act*.

A inovação mais importante do *Uniform Limited Partnership Act* de 2001 é, seguramente, a introdução de uma *limited liability limited partnership* (LLLP)⁶⁹, que eliminou a tradicional responsabilidade ilimitada e solidária dos *limited partners* que intervenham na gestão da *partnership*, seguindo então o caminho já aberto pelos estados da Geórgia e da Pensilvânia⁷⁰.

⁶⁹ ULPA 2001: *sec. 102 “DEFINITIONS/ In this [Act]: [...] (11) “Limited partnership”, except in the phrases “foreign limited partnership” and “foreign limited liability limited partnership”, means an entity, having one or more general partners and one or more limited partners, which is formed under this [Act] by two or more persons or becomes subject to this [Act] under [Article] 11 or Section 1206(a) or (b). The term includes a limited liability limited partnership”.*

⁷⁰ Cfr. WILLIAM H. CLARK JR., “Rationalizing entity laws”, cit., 58 (2002/2003), 1011. A *control rule* já tinha sofrido no RULPA uma restrição relativamente ao que preceituava o ULPA de 1914, dispondo a *sec. 303, (b)*, que o *limited partner* não respondia pelas obrigações

A consagração da LLLP num *Uniform Limited Partnership Act* constitui já – à semelhança de outras *unincorporated business associations* – sequência de prévio reconhecimento estadual, nem sempre harmónico.

A LLLP é pacificamente considerada como uma espécie de *limited partnership*, sendo que os seus sócios, sejam *general partners* ou *limited partners*, em caso algum respondem pelas obrigações da *partnership*.

da sociedade “[...] unless he participates in the control of the business. However, if the limited partner participates in the control of the business, he is liable only to persons who transact business with the limited partnership reasonably believing, based upon the limited partner’s conduct, that the limited partner is a general partner”.

RESUMO: Este artigo analisa preliminarmente as alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações. Embora haja ainda margem para melhorias, tal como relativamente a obrigações próprias, os autores concluem serem estas importantes alterações legais. O artigo inclui comentários a cada um dos artigos alterados.

Palavras-chave: Obrigações; reforma; flexibilidade; clarificações.

ABSTRACT: This article provides a preliminary overview of the changes introduced in the legal regime on bonds. Even though there is still room for further improvement, such as in respect of own bonds, the authors conclude that these are important legal changes. The article includes comments to each of the amended articles.

Keywords: Bonds; reform; flexibility; clarifications.

HUGO MOREDO SANTOS*

ORLANDO VOGLER GUINÉ*

Comentário preliminar às alterações introduzidas no regime jurídico das obrigações**

Introdução

Com este texto, que de alguma forma vem na sequência do nosso artigo publicado nesta mesma revista e intitulado “Emissões de obrigações: antes, agora e depois” (DSR, Ano 5 (março 2013), vol. 9, pp. 135ss), pretendemos partilhar algumas considerações preliminares sobre a reforma de 2015 ao regime jurídico das obrigações, pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro. Atendendo às datas da publicação do referido diploma e deste número da revista, prescindimos de efetuar remissões em nota de rodapé ou citações doutrinárias. Adicionalmente, consideramos estas reflexões como preliminares e, claro, sujeitas a um exame de aplicação prática que, nesta fase, ainda está por diante.

Embora pudesse ter ido mais longe e, em alguns casos, optado por soluções que nos merecem reparos, entendemos que o legislador deu um novo passo no sentido de flexibilizar, por um lado, e robustecer, por outro, o regime jurídico aplicável à emissão de obrigações, depois do avanço significativo, mais decisivo, que já fora dado através do Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março. A necessidade de uma reforma ao regime

* Advogados da Vieira de Almeida & Associados Sociedade de Advogados, R.L., Áreas de Prática Bancário & Financeiro e Mercado de Capitais

** As opiniões aqui expressas são emitidas a título meramente pessoal.

jurídico das obrigações, designadamente na sua parte geral, já vinha sendo ouvida e pensada no mercado há alguns anos, sendo de destacar mais recentemente o papel dinamizador da Associação de Emitentes (AEM) e da Euronext.

Destacamos a alteração ao disposto no art. 348.º, n.º 1, que passa agora a permitir que a generalidade das sociedades, desde que devidamente auditadas, possam emitir obrigações antes de decorrido um ano sobre o seu registo comercial. Embora possa implicar um custo adicional, não parece que seja um óbice muito material para o principal desiderato que antevemos esta alteração possa prosseguir, desde logo quando a constituição, realização do capital e auditoria sejam em momentos muito próximos do tempo (porventura até no mesmo dia ou quase) e imediatamente antes da emissão de obrigações: permitir a emissão de obrigações por sociedades acabadas de constituir para determinado efeito e que se pretendam financiar com a emissão de obrigações (os ditos SPVs).

Destacam-se igualmente as alterações ao art. 349.º, e entre estas as duas exceções adicionais previstas para o limite de capital previsto (e reformulado) no n.º 1: a chamada *wholesale exemption* (mínimos nominais unitários ou de subscrição de €100.000) e a exceção do investidor qualificado, permitindo, pois, que investidores, nacionais ou estrangeiros, com maior sofisticação possam vir a financiar, em maior medida, as empresas (sociedades) portuguesas, em geral e não apenas as cotadas ou que beneficiem de notação de risco ou garantias.

São de salientar também as várias alterações ao regime do representante comum, que vão ao encontro das melhores práticas internacionais, permitindo uma progressiva profissionalização desta função.

Por fim, introduz-se um conjunto de alterações no elenco exemplificativo de obrigações, nas obrigações participantes, convertíveis e com *warrant*, que reputamos essencialmente de clarificadoras, mas que poderão contribuir, dessa forma, para a estabilização jurídica de algumas questões sujeitas a interpretações díspares. Clarifica-se ainda o regime aplicável às chamadas *perpetual bonds* e aos convertíveis sem ser por opção do investidor.

Como penúltima nota, parece-nos que o ponto mais significativo que ficou por tratar, clarificadora e inovadoramente, atém-se com o regime das obrigações próprias, o que justifica que lhe dediquemos algumas linhas no final.

E, como última nota, recordamos a disposição transitória constante do Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro, nos termos da qual (art. 8.º, n.º 4) as alterações introduzidas ao CSC são aplicáveis às “emissões de obrigações ocorridas apenas após a sua entrada em vigor”. (O que porven-

tura poderá não significar necessariamente o mesmo do que obrigações existentes ou do que não aplicar quaisquer das novas alterações). E, relativamente ao art. 349.º, não se deixe também de atender no art. 9.º do Decreto-Lei, excluindo (mal) certas sociedades do benefício de alterações a este artigo. Recorde-se, no entanto, a este propósito, e como veremos ao longo do texto, que boa parte das alterações legais são de cariz clarificador ou interpretativo, não havendo a esse respeito que fazer interpretações *a contrario* e em desacordo com esse cariz normativo.

Vejamos então.

ARTIGO 348.º

Emissão de obrigações

1 – As sociedades anónimas podem emitir valores mobiliários que, numa mesma emissão, conferem direitos de crédito iguais e que se denominam obrigações.

2 – Só podem emitir obrigações as sociedades cujo contrato esteja definitivamente registado há mais de um ano, salvo se:

a) Tenham resultado de fusão ou de cisão de sociedades das quais uma, pelo menos, se encontre registada há mais de um ano; ou

b) O Estado ou entidade pública equiparada detenha a maioria do capital social da sociedade;

c) As obrigações forem objeto de garantia prestada por instituição de crédito, pelo Estado ou entidade pública equiparada.

d) For disponibilizada aos investidores informação financeira relativa ao emitente, reportada a data não superior a três meses relativamente à emissão, auditada por auditor independente registado na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, e elaborada de acordo com as normas contabilísticas aplicáveis.

3 – Por portaria dos Ministros das Finanças e da Justiça podem ser dispensados, no todo ou em parte, os requisitos previstos no número anterior.

4 – As obrigações não podem ser emitidas antes de o capital estar inteiramente liberado ou de, pelo menos, estarem colocados em mora todos os acionistas que não hajam liberado oportunamente as suas ações.

Comentário

1. A nova alínea (d) vem alargar o âmbito de exceções à regra estabelecida no n.º 2, que prevê que apenas podem emitir obrigações as sociedades cujo contrato definitivo esteja registado há mais de um ano. Já antes escrevemos no sentido de que estas exceções são um mal menor face a uma regra que nos parece paternalista e desajustada. Porém, dá-se agora um passo importante. É certo que se poderá criticar a opção do legislador, ao assumir que a intervenção de um auditor assegura, por si só e sem considerar os resultados da auditoria, a proteção dos interesses subjacentes ao escopo da norma. Quer isto dizer que não existe um juízo crítico e con-

sequente acerca da situação económica ou financeira da sociedade. Para o legislador, não interessa se tal situação é boa ou má – essa matéria, aliás, é agora expressamente relegada para o limite à emissão de obrigações, assumindo o legislador que, desde que haja auditoria com prazo inferior a três meses, há capacidade para emitir pelo menos até ao limite fixado no art. 349.º, n.º 1. No entanto, a evolução deve ter-se por positiva.

A exemplo das normas sobre elaboração de prospectos, também neste caso o legislador veio relevar a auditoria à informação financeira, desde que se encontrem reunidos três requisitos cumulativos, um referente à informação financeira e dois relativos à auditoria propriamente dita: (i) a informação financeira deve ser elaborada de acordo com as normas contabilísticas aplicáveis, para assegurar a quem consulte tal informação um adequado nível de familiaridade e comparabilidade na sua análise; (ii) o auditor independente deve encontrar-se registado na CMVM (sobre os auditores vejam-se, em particular, os arts. 9.ºss do CVM e o Regulamento da CMVM n.º 1/2014), e (iii) a auditoria deve reportar-se a data não superior (ou seja, não anterior) a três meses face à emissão.

Para além de outras, duas questões se colocam de imediato: (i) qual a informação financeira que deve ser auditada e (ii) como deve ser disponibilizada a informação financeira auditada.

Até que porventura esta matéria venha a ser regulamentada, parecem-nos, no que respeita à primeira questão, que deverão ser exigidas, para além do relatório elaborado pelo auditor independente, pelo menos as demonstrações financeiras. Por outro lado, lembramos que a informação financeira deverá respeitar o disposto nos arts. 244.º e seguintes do CVM caso o emitente passe a estar sujeito a esse regime de prestação de informação – neste âmbito, valerá ainda o disposto no CVM e na demais legislação e regulamentação aplicáveis, a começar pelo Regulamento n.º 809/2004 da Comissão, de 29 de abril de 2004 (o Regulamento dos Prospectos). No que respeita à segunda questão, e para além dos canais previstos que devam ser utilizados se a informação dever respeitar o referido art. 244.º e seguintes do CVM, à partida, diríamos que a informação será disponibilizada no, ou juntamente com o, documento que contenha as regras aplicáveis à colocação das obrigações (prospeto, *Information Memorandum* ou outro, conforme aplicável).

2. Esta nova alínea refere um “auditor independente”. Podemos encontrar esta mesma expressão no art. 188.º, n.º 2 e 4, do CVM a propósito da nomeação de um auditor para verificar se a contrapartida proposta no âmbito de uma OPA obrigatória cumpre o valor mínimo de acordo com o previsto na lei. Nesse caso, o auditor independente é nomeado pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, na sequência de pedido formu-

lado para o efeito pela CMVM. Nesta situação, diversamente, será o próprio emitente, através do seu órgão de administração, a escolher o auditor. Embora entendamos que não deve existir, de antemão, um juízo de suspeição sobre qualquer entidade, seja qual for a sua função (não é por o auditor ser independente que, em abstrato, a auditoria será mais rigorosa), considerando a função da auditoria neste caso concreto, aceita-se o nível reforçado de cautela e a opção do legislador. Visando a intervenção do auditor viabilizar uma emissão de valores mobiliários que, de outro modo, poderia não ser possível, será tanto necessário que o auditor seja como pareça ser independente.

No entanto, nem naquele referido caso nem neste se diz quais os critérios aplicáveis à verificação do requisito de independência. Na falta de indicação expressa a este respeito, parece-nos ser preciso recorrer, por identidade de razão, ao previsto no art. 414.º, n.º 5 do CSC, na parte aplicável.

3. Uma nota ainda quanto ao prazo da auditoria: esta deve reportar-se a não mais de três meses antes da data de emissão. Num caso raro em que o emitente pretenda estabelecer um programa de emissão de obrigações sem distribuição através de oferta pública nem admissão à negociação (ou seja, sem prospecto) e em qualquer outro caso em que não seja exigível a preparação de prospecto, o prospecto de base desse programa deverá conter aquelas informações financeiras auditadas, devendo tal auditoria ser novamente efetuada aquando de cada emissão.

A mesma auditoria de informação financeira poderá ser utilizada por uma ou mais vezes, desde que seja respeitado o mencionado prazo de três meses. Estando essa auditoria válida, nenhuma razão há para exigir outra.

4. Uma última observação. Ainda que a prestação de informação financeira auditada nos termos que agora se encontram previstos não tenha a mesma função que um prospecto, o emitente de obrigações está obrigado a prestar informação com a qualidade exigida no art. 7.º do CVM. Isto significa, a título exemplificativo, que se entre a data da informação financeira e a data da emissão ocorrer algum facto que possa ter impacto na tomada de decisão pelos investidores, nomeadamente por ser suscetível de afetar a capacidade do emitente para cumprir as obrigações inerentes aos valores mobiliários que se propõe emitir, desse mesmo facto deverá dado conhecimento aos investidores, designadamente na documentação da emissão. Assim, a prestação de informação financeira auditada, ainda que respeite o prazo indicado, não dispensa o emitente de cumprir com uma regra geral sobre a qualidade da informação que presta sobre valores mobiliários por si emitidos.

ARTIGO 349.º
Limite de emissão de obrigações

1 – ~~As sociedades anónimas não podem emitir obrigações em montante que exceda o dobro dos seus capitais próprios, considerando a soma do preço de subscrição de todas as obrigações emitidas e não amortizadas.~~

1 – A emissão de obrigações por sociedades anónimas depende de a sociedade emitente apresentar, após a emissão, um rácio de autonomia financeira igual ou superior a 35 %, calculado a partir do balanço da sociedade, através da seguinte fórmula:

Autonomia financeira = CP/AL x 100

Em que:

~~2 – Para efeitos do número anterior, entende-se por capitais próprios o = Capitais próprios (CP), corresponde ao somatório do capital realizado, deduzidas as ações próprias, com as reservas, os resultados transitados e os ajustamentos de partes de capital em sociedades coligadas em ativos financeiros;~~

~~- Ativos líquidos (AL), corresponde aos ativos reconhecidos de acordo com o normativo contabilístico aplicável.~~

2 – O balanço utilizado para o cálculo referido no número anterior deve ser um dos seguintes e, existindo mais do que um, deve ser o mais recente:

a) O balanço do último exercício, desde que tenha sido encerrado nos seis meses anteriores à data da emissão de obrigações;

b) Um balanço reportado a uma data que não anteceda o trimestre anterior à data da emissão de obrigações; ou

c) O balanço do primeiro semestre do exercício em curso à data da emissão de obrigações, caso a sociedade esteja obrigada a divulgar contas semestrais nos termos do n.º 1 do artigo 246.º do Código dos Valores Mobiliários.

~~3 – O cumprimento do limite de emissão requisito previsto no n.º 1 deve ser verificado através de parecer do conselho fiscal, do fiscal único, da comissão de auditoria ou do conselho geral e de supervisão ou revisor oficial de contas.~~

~~4 – O limite fixado nos números anteriores no n.º 1 não se aplica:~~

~~a) A sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado;~~

~~b) A As sociedades que apresentem notação de risco da emissão ou do programa da emissão ou da sociedade, neste caso para uma espécie de crédito que inclua as obrigações a emitir, atribuída por sociedade de notação de risco registada na Comissão do Mercado de Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) ou reconhecida como Agência de Notação Externa pelo Banco de Portugal;~~

~~c) Às emissões cujo reembolso seja assegurado por garantias especiais constituídas a favor dos obrigacionistas.~~

d) Às emissões cujo valor nominal unitário seja igual ou superior a euros 100 000,00, ou o seu contravalor em euros, ou cuja subscrição seja efetuada exclusivamente em lotes mínimos de valor igual ou superior a euros 100 000,00, ou o seu contravalor em euros;

e) Às emissões que sejam integralmente subscritas por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e desde que as obrigações emitidas não sejam subseqüentemente colocadas, direta ou indiretamente, junto de investidores não qualificados.

5 – Salvo por motivo de perdas, a sociedade devedora de obrigações não pode reduzir o seu capital a montante inferior ao da sua dívida para com os obrigacionistas, embora a emissão tenha beneficiado da ampliação, nos termos do n.º 4 deste artigo ou de lei especial. [Revogado]

6 – Reduzido o capital por motivo de perdas a montante inferior ao da dívida da sociedade para os obrigacionistas, todos os lucros distribuíveis serão aplicados a reforço da reserva legal até que a soma desta com o novo capital iguale o montante da referida dívida ou, tendo havido a ampliação prevista no n.º 3 deste artigo ou em lei especial, seja atingida a proporção de início estabelecida entre o capital e o montante das obrigações emitidas. [Revogado]

Comentário

1. Embora muitas sejam as alterações agora introduzidas, as modificações operadas ao nível do art. 349.º, n.º 1 são aquelas que mais nos impressionam, por abandonarem o primado (enquanto tais) dos capitais próprios. Passamos, assim, de um modelo em que a emissão de obrigações estava (em geral) limitada ao dobro dos capitais próprios do emitente, para um cenário em que releva o rácio de autonomia financeira, inspirado no atual regime regulatório do papel comercial (cfr. art. 1.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2014).

Continua a ser tido em conta o nível dos capitais próprios, cuja definição também foi ajustada para substituir “partes de capital em sociedades coligadas” por “ativos financeiros” – note-se que semelhante alteração havia sido introduzida no art. 3.º, (a) do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de março, que aprova o regime jurídico do papel comercial, pela reforma que este diploma sofreu pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de fevereiro (“Capitais próprios [correspondem ao] (...) somatório do capital realizado, deduzidas as ações próprias, com as reservas, os resultados transitados e os ajustamentos em ativos financeiros”).

No que respeita aos ativos líquidos, estes correspondem aos reconhecidos como tal na contabilidade do emitente de acordo com as normas contabilísticas aplicáveis.

2. O novo n.º 2 exige que o balanço com base no qual é calculado o rácio de autonomia financeira seja preparado como segue:

- (i) se a emissão for realizada no primeiro semestre do ano e as contas anuais já se encontrarem disponíveis, poderá ser utilizado o

balanço do último exercício (assumindo que o ano contábilístico corresponde ao ano civil) [alínea (a)] ou, se esse balanço não se encontrar disponível ou tiver sido preparado um balanço mais recente, este último desde que reportado a data que não anteceda o trimestre anterior à data de emissão das obrigações [alínea (b)]. Exemplificando: se a emissão for realizada em 15 de maio, poderá ser utilizado o balanço do último exercício encerrado a 31 de dezembro do ano anterior, salvo se existir um balanço reportado a data não anterior a 15 de fevereiro;

- (ii) se a emissão for realizada no segundo semestre do ano e a sociedade não se encontrar sujeita ao disposto no art. 246.º, terá que ser preparado um balanço especificamente para o efeito reportado a data que não anteceda o trimestre anterior à data de emissão das obrigações [alínea (b)], pois o balanço do último exercício será inelegível para este propósito por já terem decorrido mais de seis meses desde o seu encerramento. Exemplificando: se a sociedade não estiver obrigada a divulgar contas semestrais e a emissão for realizada em 15 de julho, deverá ser preparado um balanço para o efeito reportado a data que não anteceda 15 de abril;
- (iii) se a emissão for realizada no segundo semestre do ano e a sociedade se encontrar sujeita ao disposto no art. 246.º, se as contas relativas ao primeiro semestre ainda não tiverem sido divulgadas (e devem sê-lo até dois meses após o termo do primeiro semestre do exercício), terá que ser preparado um balanço especificamente para o efeito reportado a data que não anteceda o trimestre anterior à data de emissão das obrigações [alínea (b)], pois o balanço do último exercício será inelegível para este propósito por já terem decorrido mais de seis meses desde o seu encerramento e as contas semestrais ainda não estarão disponíveis. Exemplificando: se a emissão for realizada em 15 de julho e a sociedade estiver obrigada a divulgar contas semestrais mas estas ainda não se encontrarem disponíveis, deverá ser preparado um balanço para o efeito reportado a data que não anteceda 15 de abril; e
- (iv) se a emissão for realizada no segundo semestre do ano, a sociedade se encontrar sujeita ao disposto no art. 246.º e as respetivas contas relativas ao primeiro semestre já tiverem sido divulgadas, poderão ser utilizadas estas [alínea (c)], ou se tiver sido preparado um balanço mais recente, este último desde que reportado a data que não anteceda o trimestre anterior à data de emissão das obrigações [alínea (b)]. Exemplificando: se a emissão for realizada a 15 de novembro e a sociedade estiver obrigada a divulgar con-

tas semestrais (caso em que estas já deverão ter sido divulgadas), poderá ser utilizado o balanço do primeiro semestre do exercício em curso, salvo se existir um balanço reportado a data não anterior a 15 de agosto.

3. Estabelece o art. 278.º que a administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades: (i) conselho de administração e (a) fiscal único (que deverá ser revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas) ou conselho fiscal (que deve integrar revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas) ou (b) conselho fiscal e revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas que não seja membro daquele órgão; (ii) conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas; (iii) conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas. A alteração agora operada pretende deslocar (e já era essa a melhor interpretação), e bem (dada a natureza eminentemente contabilística da confirmação em causa), para o revisor oficial de contas a responsabilidade pela emissão deste parecer. Esse é claramente o caso nos modelos germânico e monista. Relativamente ao modelo latino, esse será também o caso nas sociedades com fiscal único e com revisor oficial de contas externo ao conselho fiscal. Resta apenas o caso, no modelo latino, de sociedade com conselho fiscal e sem revisor oficial de contas externo. Ora, por uma questão de coerência e teleológica, parece-nos que é no revisor oficial de contas (que integra o conselho fiscal) apenas e não no conselho fiscal como um todo que deverá recair a emissão deste parecer, apesar de a letra da lei apontar em sentido contrário.

No caso de sociedades cujo contrato de sociedade se encontre registado há menos de um ano e que pretendam lançar mão da exceção constante do art. 348.º, n.º 2, (d), se não for aplicável alguma das exceções vertidas no n.º 4, será necessário, por um lado, obter a informação financeira auditada nos termos previstos naquela disposição legal, e, por outro lado, ser preparado este parecer. Um documento não exclui nem se sobrepõe ao outro, na medida em que são distintas as suas funções.

Duas observações finais acerca deste parecer. A lei não indica a data em que o mesmo deve ser emitido. Julgamos, por isso, que o parecer deve reportar-se à data da emissão ou a data muito próxima (isto é, com base em informação financeira atualizada), sob pena de perder efeito; por outro lado, não deverão ocorrer alterações materiais na situação financeira da sociedade entre a data do parecer e a da emissão, também aqui para obstar a que o parecer perca utilidade. Em segundo lugar, esclareça-se

que a lei apenas exige o cumprimento do rácio de autonomia financeira após a emissão e é a esse momento que o parecer se deve reportar (ainda que tenha que ser emitido em momento anterior, sendo, por isso, um dos documentos necessários à estrutura documental da operação). Poderá suceder que tal rácio se venha a deteriorar no futuro. Mas essa vicissitude é normal, dado que a situação económica e financeira das sociedades não é uma realidade estanque e “congelada” no tempo. Caso a manutenção de tal rácio (ou de qualquer outro) seja desejável enquanto característica da emissão, deverá a mesma ser refletida na respetiva documentação. Não é, por conseguinte, exigível à entidade que emite o parecer que esteja em monitorização permanente daquele rácio e, por exemplo, que emita novo parecer se o mesmo deixar de ser cumprido.

4. As alterações agora introduzidas à alínea (b) situam-se no campo dos esclarecimentos. Por um lado, passa agora a ser claro que o limite não tem aplicação se, alternativamente, a sociedade emitente, o programa ou a emissão forem objeto de notação de risco. Sucede que, por vezes, as sociedades de notação de risco atribuem notações não ao próprio emitente, mas sim à dívida emitida. Para mais nos casos em que as obrigações correspondam a dívida não garantida e não subordinada (ou seja, traduzam obrigações comuns do emitente), nenhum sentido faria não dispensar o limite apenas porque a notação visa a dívida e não o emitente. Por outro lado, as alterações agora introduzidas aproveitam para atualizar a referência à entidade de registo, que passou a ser a ESMA ao abrigo do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, e inserir a menção ao reconhecimento como agência de notação externa (ECAI), em consonância com a regulamentação bancária.

Não pode, contudo, deixar de se mencionar que o legislador poderia ter ido um pouco mais longe, na medida em que a relevância legal da notação de risco deve sempre ser vista com cautela. Há muito que sustentamos que esta alínea, a ter que existir, para além de relevar o risco, deveria ser mais consequente e apontar antes a um critério material, que permitisse a aplicação ou não do limite consoante a notação de risco em causa. Apenas assim seria possível evitar uma situação na qual um emitente com um risco de crédito muito deteriorado pudesse, apelando a esta exceção, ver-se livre dos limites que de outro modo lhe seriam aplicáveis. É claro que, na vida real, tal emitente teria seríssimas dificuldades na colocação das suas obrigações. Mas a lei não deveria confiar naquilo que acontece ou pode acontecer na prática e, de antemão, resolver este tema indicando o risco de crédito mínimo que seria necessário para que a exceção pudesse ser invocada.

5. É importante a nova exceção constante da alínea (d), inspirada no art. 4.º, n.º 2, (a) do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de março (versão atual do regime legal do papel comercial, embora aí se fixe o valor por metade – €50.000 – considerando também a natureza de dívida de curto prazo do papel comercial), e é importante por várias razões. Desde logo, porque assegura um nem sempre presente entrosamento entre o universo societário e o universo mobiliário, em particular quando apela a um valor unitário de referência (€100.000) que traça uma relevante distinção para efeito de preparação de prospectos. Em segundo lugar, porque assume, e muito bem, que não é desejável tratar todos os investidores da mesma forma e tratar o emitente sempre e da mesma forma, quaisquer que sejam os investidores a que se dirige. Por último, porque releva quer o valor nominal unitário das obrigações, quer o valor mínimo de subscrição, admitindo assim a aplicação da exceção aos casos em que a emissão de obrigações com valor nominal unitário inferior a €100.000 seja acompanhada por uma subscrição mínima em mercado primário desse valor (idêntica exceção existe, aliás, no art. 111.º, n.º 1, (e) do CVM).

Não negligenciamos que a opção do legislador se expõe a uma crítica: uma vez emitidas, poderão ser negociadas em mercado secundário obrigações com valor nominal unitário inferior a €100.000, desde que esse tenha sido o valor mínimo de subscrição por investidor em mercado primário. Essa crítica, que até poderá ser justa, deve, no entanto, apontar a outro alvo antes deste: o art. 111.º, n.º 1, (e) do CVM e a sua norma inspiradora na Diretiva 2003/71/CE, de 4 de novembro de 2003 (a Diretiva dos Prospectos). Por outro, trata-se de um facto que o emitente não controla nem tem de controlar, pelo que uma transação em mercado secundário por valor inferior não afeta o emitente nem a condição jurídica da emissão realizada.

6. Igualmente importante é a nova exceção prevista na alínea (e) (inspirada no art. 4.º, n.º 2, (b) do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de março, na sua versão atual do regime legal do papel comercial), à qual se aplica o raciocínio exposto no ponto que antecede. Os investidores qualificados (cfr. art. 30.º do CVM) não merecem a mesma proteção que os investidores não qualificados – isto mesmo é exuberantemente afirmado no art. 110.º, n.º 1, (a), do CVM que refere que são sempre particulares as ofertas relativas a valores mobiliários que sejam exclusivamente dirigidas a investidores qualificados.

Por outro lado, parece ter andado bem o legislador ao não deixar de relevar uma oferta em secundário, sob pena de deixar entrar pela janela aquilo que não quis que entrasse pela porta. No entanto, este segundo requisito merece algumas considerações; embora pareça impor, por um

lado, que contratualmente (no contrato de subscrição e/ou nas condições de emissão) seja prevista a obrigação dos investidores qualificados não alienarem as suas obrigações a não qualificados, trata-se de um resultado que, em si mesmo, o emitente não poderá assegurar e que não é razoável que tenha um impacto negativo no emitente ou nas condições de existência da emissão se essa obrigação for incumprida pelos investidores qualificados.

7. Com estas duas alterações, deixará, na prática, de ser premente uma alteração ou interpretação mais generosa da exceção constante da alínea (a), que apenas considera as sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado; é que a letra da lei exclui as sociedades com outros valores mobiliários, designadamente representativos de dívida, admitidos à negociação em mercado regulamentado, apesar de tais emitentes se encontrarem sujeitos, mormente abaixo dos €100.000 de valor nominal unitário, a um regime exigente de prestação de informação periódica e privilegiada. O legislador até já tinha um precedente análogo no regime do papel comercial, que podia muito bem ter seguido (art. 4.º, n.º 1, (d) do Decreto-Lei n.º 69/2004, de 25 de março).

8. Uma última nota para mencionar que é com bons olhos que vemos a eliminação dos n.º 5 e 6, justificada em função das demais alterações impostas ao regime e, em especial, ao limite à emissão. Ambos os números nos pareciam já criticáveis (e assim obrigando a esforços adicionais na sua interpretação), quanto à sua *ratio*, considerando que o mesmo tipo de limitações não era aplicável, e bem, à contração de financiamentos em capital alheio em geral, bem como atendendo à atual maior maturidade do mercado português. Em especial quando ao n.º 5 (mas também por tabela o n.º 6), na sua redação até ora vigente, este obrigava, desde logo, a uma interpretação corretiva do referencial (i.e. o limite da redução, quando aplicável, não deveria ser o valor da dívida obrigacionista, mas antes metade desse valor, considerando o lapso legislativo, ao não atualizar este número aquando do Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de março, que passou o limite geral do n.º 1 do valor do capital social para o dobro dos capitais próprios), como mesmo, porventura, uma interpretação abrogante, quando estivessem em causa emissões excecionadas pelo n.º 4 (ou em algumas dessas circunstâncias), apesar da referência legal a “embora a emissão tenha beneficiado de aplicação”. Por fim, e embora *ignorantia legis non excusat*, tratavam-se de normas que, estando para o fim do artigo e apenas sendo aplicáveis de forma eventual e posteriormente, poderiam não receber a mesma atenção pelos intervenientes no mercado aquando da preparação das emissões, podendo, em certos casos, constituir mais tarde uma surpresa e/ou revelar (pela força das circunstâncias)

uma maior propensão para serem incumpridas, por desconhecimento ou outro motivo.

ARTIGO 355.º

Assembleia de obrigacionistas

1 – Os credores de uma mesma emissão de obrigações podem reunir-se em assembleia de obrigacionistas.

2 – A assembleia de obrigacionistas é convocada e presidida pelo representante comum dos obrigacionistas ou, enquanto este não for eleito ou quando se recusar a convocá-la, pelo presidente da mesa da assembleia geral dos acionistas, sendo de conta da sociedade as despesas de convocação. A convocação é feita nos termos prescritos na lei para a assembleia geral dos acionistas.

3 – Se o representante comum dos obrigacionistas e o presidente da assembleia geral dos acionistas se recusarem a convocar a assembleia dos obrigacionistas, podem os titulares de 5% das obrigações da emissão requerer a convocação judicial da assembleia, que elegerá o seu presidente.

4 – A assembleia dos obrigacionistas delibera sobre todos os assuntos que por lei lhe são atribuídos ou que sejam de interesse comum dos obrigacionistas e nomeadamente sobre:

a) Nomeação, remuneração e destituição do representante comum dos obrigacionistas;

b) Modificação das condições dos créditos dos obrigacionistas;

c) Propostas de concordata e de acordo de credores planos de recuperação de empresas ou de insolvência;

d) Reclamação de créditos dos obrigacionistas em ações executivas, salvo o caso de urgência;

e) Constituição de um fundo para as despesas necessárias à tutela dos interesses comuns e sobre a prestação das respetivas contas;

f) Autorização do representante comum para a proposição de ações judiciais.

5 – A cada obrigação corresponde um voto.

6 – Podem estar presentes na assembleia os membros dos órgãos de administração e de fiscalização da sociedade e os representantes comuns dos titulares de obrigações de outras emissões.

7 – As deliberações são tomadas por maioria dos votos emitidos; as modificações das condições dos créditos dos obrigacionistas devem, porém, ser aprovadas, na primeira data fixada, por metade dos votos correspondentes a todos os obrigacionistas e, na segunda data fixada, por dois terços dos votos emitidos.

8 – As deliberações tomadas pela assembleia vinculam os obrigacionistas ausentes ou discordantes.

9 – É vedado à assembleia deliberar o aumento de encargos dos obrigacionistas, salvo se o mesmo for unanimemente aprovado pelos obrigacionistas ou quaisquer titulares das obrigações em questão, ou a adoção de medidas que impliquem o tratamento desigual destes dos obrigacionistas.

10 – O obrigacionista pode fazer-se representar na assembleia por mandatário constituído por simples carta dirigida ao presidente da assembleia.

1. A alteração inserida na alínea (c) do n.º 4 destina-se meramente a atualizar a terminologia usada, sem outras implicações de relevo.

2. O n.º 9 tem uma construção que pode dar-se a confusões, dado que contém duas proibições e uma exceção, aplicável apenas à primeira proibição e não também à segunda (não é possível ler de outro modo “salvo se o mesmo [ou seja, o aumento de encargos] for aprovado...”). Assim, o n.º 9 deste artigo prevê uma proibição absoluta e outra relativa: por um lado, é vedado à assembleia adotar medidas que impliquem o tratamento desigual dos obrigacionistas (nenhuma exceção se admite a este nível); por outro lado, é vedado à assembleia deliberar o aumento de encargos dos obrigacionistas, salvo se todos os obrigacionistas decidirem em sentido contrário.

Ainda que o legislador tenha andado no sentido correto, dando uma ligeiríssima abertura onde dantes nenhuma abertura havia, ficou muito aquém do que poderia ter feito. A unanimidade deverá ser uma solução de último recurso e para casos muito bem justificados, sob pena de, para evitar o abuso da maioria, promover o abuso da minoria; por outro lado, afirmar a necessidade da unanimidade corresponde a negligenciar que os obrigacionistas (como os acionistas) nem sempre comparecem às assembleias gerais, por vezes não estão em situação de votar (por exemplo, por entenderem que se encontram em situação de conflito de interesses), etc. Pior do que exigir a unanimidade, só mesmo proibir sem dar hipótese que haja uma decisão em sentido contrário, ainda que com renúncia do próprio prejudicado, vedando assim *a priori* e sem qualquer juízo crítico sobre o caso concreto opções que poderiam ser muito úteis para todas as partes envolvidas. Pelo menos nos casos em que os direitos de voto se encontram legalmente suspensos (e porventura nos casos em que o investidor declare estar em conflito de interesses ou assim o considere quem presida à assembleia), parece-nos que valerá a pena refletir se, mesmo em face da lei atual, tais direitos de voto não deverão ser antes desconsiderados para efeitos da reunião da unanimidade.

3. Uma nota final sobre a igualdade de tratamento: no CSC, a este princípio aludem, para além do n.º 9, os arts. 321.º (sobre a igualdade de tratamento entre acionistas na aquisição e alienação de ações) e o art. 344.º (sobre a conversão de ações ordinárias em preferenciais sem voto). Em qualquer destes casos, por deliberação unânime dos acionistas, o princípio da igualdade de tratamento pode ser afastado. Neste contexto, é importante recordar que o princípio da igualdade não se impõe aos próprios acionistas interessados, os quais podem aceitar desigualdades. Se esta

regra vigora para os acionistas, porque razão deveria vigorar regra distinta para os credores obrigacionistas? Poderia e deveria o legislador ter agora aproveitado a ocasião para eliminar esta regra que não nos parece fazer sentido. Ajustou-a ligeiramente, o que já foi um pequeno passo, porventura uma interpretação teleologicamente empenhada poderá dar outro.

ARTIGO 357.º

Representante comum dos obrigacionistas

1 – Para cada emissão de obrigações haverá um representante comum dos respetivos titulares.

2 – O representante comum deve ser uma sociedade de advogados, uma sociedade de revisores ~~de contas~~ oficiais de contas, um intermediário financeiro, uma entidade autorizada a prestar serviços de representação de investidores em algum Estado-Membro da União Europeia ou uma pessoa singular dotada de capacidade jurídica plena, embora ainda que não seja obrigacionista.

3 – Podem ser nomeados um ou mais representantes comuns substitutos.

4 – ~~Aplicam-se ao~~ O representante comum dos obrigacionistas deve ser independente, não podendo estar associado a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem encontrar-se em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção, nomeadamente:

a) Deter, direta ou indiretamente, uma participação igual ou superior a 2 % do capital social na emitente;

b) Encontrar-se em relação de domínio ou grupo com a emitente, independentemente da localização da sede ou da natureza societária do representante comum;

c) Prestar serviços de assessoria jurídica ou financeira à sociedade no âmbito da emissão dos valores mobiliários ou a intermediários financeiros ou promotores envolvidos na mesma;

as incompatibilidades estabelecidas d) Encontrar-se numa das situações previstas nas alíneas a) a g) e j) do n.º 1 do artigo 414.º-A.

5 – A remuneração do representante comum constitui encargo da sociedade; discordando esta da remuneração fixada por deliberação dos obrigacionistas, cabe ao tribunal decidir, a requerimento da sociedade ou do representante comum.

Comentário

1. A alteração ao elenco das entidades que são elegíveis para desempenhar as funções de representante comum há muito era reclamada, inclusivamente nas páginas desta Revista. As alterações ora propostas têm três significados: por um lado, manteve-se inalterado o leque de entidades que antes já se encontravam habilitadas a atuar enquanto representante comum, ou seja, sociedades de advogados, revisores (oficiais) de contas e pessoas singulares dotadas de capacidade jurídica plena que não sejam

obligacionistas; por outro lado, passa a admitir-se (ou clarifica-se) que pessoas singulares dotadas de capacidade jurídica plena que sejam obrigacionistas possam ser designadas representantes comuns – na verdade, nenhuma razão existe para que assim não possa ser, particularmente se essa for a vontade dos obligacionistas, que podem sentir-se mais bem representados por “um dos seus” do que por um terceiro, para além de que muitas vezes esse terceiro é difícil de encontrar; por último, a importantíssima alteração no sentido de admitir como possíveis representantes comuns quaisquer intermediários financeiros ou entidades autorizadas a prestar serviços de representação de investidores em algum Estado-Membro da UE. Uma nota adicional para referir que esta última alteração assegura, ainda que tardiamente, um alinhamento a este nível entre o disposto no CSC, no Decreto-Lei 453/99, de 5 de novembro, que institui o regime jurídico da titularização de créditos (cfr. o respetivo art. 65.º, n.º 1) e no Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, que estabelece o regime aplicável às obrigações hipotecárias e às instituições de crédito hipotecário, bem como o regime aplicável às obrigações sobre o setor público (cfr. o respetivo art. 14.º, n.º 3). Estas duas últimas disposições passam agora a conter uma secção redundante, na parte em que referem “uma das entidades indicada no n.º 2 do artigo 357.º do Código das Sociedades Comerciais ou...”.

2. As alterações agora introduzidas no n.º 4 merecem diferentes reflexões. A versão anterior remetia sem grandes cerimónias para as incompatibilidades previstas nas als. (a) a (g) e (j) do n.º 1 do art. 414.º-A, sede da lista de incompatibilidades cuja verificação determinava a ineligibilidade para membro do conselho fiscal, fiscal único ou revisor oficial de contas. Excetuavam-se, no que se refere ao representante comum, as als. (h) e (i), relativas, respetivamente, aos que exerçam funções de administração ou de fiscalização em cinco sociedades, excetuando as sociedades de advogados, as sociedades de revisores oficiais de contas e os revisores oficiais de contas, aplicando-se a estes o regime do artigo 76.º do Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de novembro, e os revisores oficiais de contas em relação aos quais se verifiquem outras incompatibilidades previstas na respectiva legislação.

Atualmente, sem deixar de recorrer a essa lista (consta da nova al. (d)), o n.º 4 vai mais longe e começa por dizer que o representante comum deve ser independente, não podendo estar associado a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem encontrar-se em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção. A inspiração para este texto vem do art. 414.º, n.º 5, apenas com ligeiras alterações, assinaladas a itálico: “... a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afectar a sua isenção *de análise ou de decisão...*”. Quer isto dizer que o

legislador aplica ao representante comum, ou seja, àquele que representa um grupo de interesses específico na sociedade (um ou mais – o CSC não contém uma regra semelhante à vertida no art. 14.º, n.º 2 do Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, que exige que todas as emissões tenham um representante comum único), isto é, um conjunto de credores da mesma, as regras que aplica à elegibilidade de membros do conselho fiscal, fiscal único ou revisor oficial de contas, conforme previsto no art. 413.º, n.º 1, al. (b), de membros da comissão de auditoria, tal como estabelecido no art. 423.º-B, n.º 3 ou de membros do conselho geral e de supervisão, conforme indicado no art. 434.º, n.º 4.

Parece-nos que se foi longe demais. Nem a proteção dos obrigacionistas o justifica, sobretudo porque não nos parece possível, sem mais, reproduzir para os obrigacionistas os modelos de concentração e decisão tendencialmente aplicáveis aos acionistas, nem o representante comum tem funções alheias à vontade dos obrigacionistas que justifiquem tamanha preocupação por parte do legislador. Acima de tudo porque, na verdade, na prática, quer no direito nacional quer em jurisdições como a inglesa e a norte-americana onde os representantes comuns (*trustees*) têm poder efetivo para tomar decisões sem consultar os obrigacionistas que representam, tais representantes raramente atuam sem o prévio conforto de uma deliberação da assembleia geral de obrigacionistas que determine o sentido e alcance da sua atuação.

Quanto aos demais requisitos que um representante comum de obrigacionistas deve reunir:

(a) Deter, direta ou indiretamente, uma participação igual ou superior a 2% do capital social do emitente – a fonte inspiradora desta alínea encontra-se no art. 414.º, n.º 5, al. (a), embora esta tenha um texto ligeiramente diferente (alterações a itálico): “(s)er titular *ou actuar em nome ou por conta de titulares* de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade”. Teria sido preferível esta versão, na medida em que o texto vertido na al. (a) deixa de fora a atuação por conta, situação que há muito releva no direito societário (cfr. desde logo o art. 483.º, n.º 2);

(b) Encontrar-se em relação de domínio ou grupo com o emitente, independentemente da localização da sede ou da natureza societária do representante comum – a fonte inspiradora desta alínea reside nos arts. 65.º, n.º 1 *in fine* do Decreto-Lei 453/99, de 5 de novembro, que institui o regime jurídico da titularização de créditos, e 14.º, n.º 3 *in fine* do Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, que estabelece o regime aplicável às obrigações hipotecárias e às instituições de crédito hipotecário, bem como o regime aplicável às obrigações sobre o setor público. A opção do legislador compreende-se, na medida em que a anacrónica (porventura

juridicamente ultrapassada, em certos casos) limitação ainda hoje constante do art. 481.º, n.º 2 não teria aqui qualquer sentido, pois a relação de domínio ou de grupo deverá poder relevar não apenas se ambas as entidades tiverem sede em Portugal;

(c) Prestar serviços de assessoria jurídica ou financeira à sociedade no âmbito da emissão dos valores mobiliários ou a intermediários financeiros ou promotores envolvidos na mesma – é uma opção compreensível e que faz sentido como forma de evitar uma contaminação entre a assessoria na fase da preparação da operação em causa e, depois, no seu desenrolar.

Duas notas que se justificam: a primeira relativa à relação entre as alíneas, para referir que não deve poder ser designado representante comum uma entidade que se encontre em relação de domínio ou de grupo com qualquer das entidades aqui mencionadas, embora possa (e muitas vezes na prática assim suceda) ser uma sociedade-irmã; a segunda para dizer que esta alínea se aplica emissão a emissão, pelo que poderá acontecer que um prestador de serviços não seja elegível para representar obrigacionistas de uma determinada emissão, mas esteja em condições de o fazer no âmbito de outra.

ARTIGO 358.º

Designação e destituição do representante comum

1 – O representante comum é designado e destituído por deliberação dos obrigacionistas, que especificará a duração, definida ou indefinida, das suas funções.

2 – O representante comum pode ainda ser designado nas condições da emissão, que devem estabelecer os respetivos termos, competindo à assembleia de obrigacionistas a sua destituição, com ou sem justa causa, e a designação de novo representante comum que respeite os requisitos legais, bem como proceder à alteração das condições da designação inicial.

3 – Na falta de representante comum, designado nos termos ~~do número anterior~~ dos números anteriores, pode qualquer obrigacionista ou a sociedade requerer que o tribunal o nomeie, até que os obrigacionistas façam a designação.

4 – Pode também qualquer obrigacionista requerer que o tribunal destitua, com fundamento em justa causa, o representante comum.

5 – A designação e a destituição do representante comum devem ser comunicadas por escrito à sociedade e registadas por depósito na conservatória do registo competente por iniciativa da sociedade ou do próprio representante.

Comentário

1. O n.º 2 traz uma relevantíssima novidade, que contribui para superar uma dificuldade que antes afetava a nomeação do representante comum.

Na ausência do atual n.º 2, a nomeação do representante comum estava sujeita (sempre, na interpretação mais ortodoxa, ou pelo menos em regra, numa abordagem mais atualista) a deliberação inicial dos obrigacionistas, conforme previsto no n.º 1, o que era praticamente inviável aquando da subscrição das obrigações em mercado primário.

Próxima da solução agora adotada é a vertida no Decreto-Lei 453/99, de 5 de novembro, que institui o regime jurídico da titularização de créditos (cfr. art. 65.º, n.º 1) e no Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, que estabelece o regime aplicável às obrigações hipotecárias e às instituições de crédito hipotecário, bem como o regime aplicável às obrigações sobre o setor público (cfr. art. 14.º, n.º 2). Este em particular é especialmente funcional, na medida em que atribui expressamente ao emitente (e ao respetivo conselho de administração) a responsabilidade pela designação inicial do representante comum. Naquele, bem como no novo n.º 2, o legislador não foi tão detalhado. A competência, porém, continua a sofrer a influência do emitente, dado que lhe cabe negociar as condições da emissão e, por isso, será certamente ouvido na escolha do representante comum.

Assim, a regra agora continua a ser a da competência primária dos obrigacionistas para decidir sobre quem os deverá representar, tendo para o efeito o poder de designar e destituir o representante comum. Por conseguinte: (i) o representante comum pode ser designado por deliberação dos obrigacionistas (nada impede que estes, contemporaneamente com a subscrição em primário, tomem uma deliberação unânime por escrito); (ii) o representante comum pode ser designado nas condições da emissão, se não for designado por deliberação dos obrigacionistas; (iii) o representante comum pode ser designado pelo tribunal, se não for designado por deliberação dos obrigacionistas nem tiver sido designado nas condições da emissão, sendo que essa designação poderá ser solicitada por qualquer obrigacionista ou pela sociedade.

2. As condições da designação são, em regra, detalhadas num acordo com o representante comum autónomo face à própria deliberação, no qual é usual regularem-se diversas matérias, incluindo a remuneração, os direitos e obrigações, as condições aplicáveis à renúncia e à substituição, bem como o regime de responsabilidade aplicável.

ARTIGO 359.º

Atribuições e responsabilidade do representante comum

1 – O representante comum deve praticar, em nome de todos os obrigacionistas, os atos de gestão destinados à defesa dos interesses comuns destes, competindo-lhe nomeadamente:

a) Representar o conjunto dos obrigacionistas nas suas relações com a sociedade;

b) Representar em juízo o conjunto dos obrigacionistas, nomeadamente em ações movidas contra a sociedade e em processos de execução ou de liquidação do património desta;

c) Assistir às assembleias gerais dos acionistas;

d) Receber e examinar toda a documentação da sociedade, enviada ou tornada patente aos acionistas, nas mesmas condições estabelecidas para estes;

e) Assistir aos sorteios para reembolso de obrigações;

f) Convocar a assembleia de obrigacionistas e assumir a respetiva presidência, nos termos desta lei.

2 – O representante comum deve prestar aos obrigacionistas as informações que lhe forem solicitadas sobre factos relevantes para os interesses comuns.

3 – A responsabilidade do representante comum pode ser limitada, exceto quando este atue com dolo ou negligência grosseira, não podendo tal limitação ser inferior a um valor correspondente a 10 vezes a respetiva remuneração anual que venha a ser fixada.

4 – Na falta de disposição específica nos termos do número anterior, o representante comum responde, nos termos gerais, pelos atos ou omissões violadores da lei e das deliberações da assembleia de obrigacionistas.

5 – A assembleia de obrigacionistas pode aprovar um regulamento das funções de representante comum.

6 – Não é permitido ao representante comum receber juros ou quaisquer importâncias devidas pela sociedade aos obrigacionistas, individualmente considerados.

Comentário

A introdução do n.º 3 pretende ir ao encontro das alterações processadas no elenco de entidades elegíveis para desempenhar o papel de representante comum. Em particular, as instituições de crédito e as entidades autorizadas a prestar serviços de representação de investidores estão em regra sujeitas a procedimentos internos específicos e, nomeadamente, a limitação de responsabilidade. Esta nova norma visa, por isso, expressamente prever a limitação de responsabilidade salvo em situação de dolo ou negligência grosseira. Em caso de culpa leve é, portanto, possível tal limitação da responsabilidade, embora com um *floor* equivalente ao décuplo da remuneração fixada. Alternativamente, mas com menor adesão literal, poderá questionar-se se o desiderato legal não será antes outro: esclarecer a plena aplicação do que resultaria já das regras gerais (possibilidade de exclusão de responsabilidade em caso de culpa leve) e inclusão agora de um teto mínimo para o caso de uma limitação quantitativa da responsabilidade, em geral, ao abrigo do contrato.

ARTIGO 360º
Modalidades de obrigações

1 – Podem, nomeadamente, ser emitidas obrigações que reúnam uma ou mais das características seguidamente indicadas:

a) Além de conferirem aos seus titulares o direito a um juro fixo, os habilitem a um juro suplementar ou a um prémio de reembolso, quer fixo quer dependente dos lucros realizados pela sociedade;

b) Apresentem juro e plano de reembolso, dependentes e variáveis em função dos lucros;

c) Sejam convertíveis em ações, ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto, ou noutros valores mobiliários;

d) Confiem o direito a subscrever uma ou várias ações, ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto;

e) Confiem direitos de crédito sobre a emitente com carácter subordinado, sendo reembolsáveis somente após a satisfação integral dos seus credores comuns, desde que a natureza subordinada seja expressamente consagrada nas condições da emissão e nos documentos, registos e inscrições que lhes correspondam;

f) Resultem da conversão de outros créditos de sócios ou terceiros sobre a sociedade;

g) Apresentem garantias especiais sobre ativos ou receitas do património da emitente ou de terceiro, desde que essas garantias especiais sejam expressamente consagradas nas condições da emissão e nos documentos, registos e inscrições que lhes correspondam;

h) Apresentem prémios de emissão.

2 – Sem prejuízo dos instrumentos sujeitos a regras especiais e dos limites previstos nos artigos 348.º e 349.º, podem ser emitidos valores mobiliários representativos de dívida, sendo-lhes aplicáveis, com as devidas adaptações, as regras previstas para as obrigações, nomeadamente com as seguintes características:

a) Confiem direitos de crédito sobre a emitente com prazo de vencimento associado à duração da sociedade, desde que tal seja expressamente consagrado nas condições da emissão e nos documentos, registos e inscrições que lhes correspondam;

b) Sejam convertidos em ações por iniciativa do emitente ou obrigatoriamente convertíveis em ações nos termos fixados nas condições de emissão.

Comentário

1. A valência principal deste artigo era, e continua a ser, a conclusão que do mesmo se retira, em conjugação com o disposto no art. 348.º, n.º 1: não existe uma listagem taxativa de espécies de obrigações. Dentro dos limites previstos na lei (que, em geral, são poucos, em termos de conteúdo), as partes (emitente, intermediários financeiros (se aplicável) e obrigacionistas) são livres de acordar os termos contratuais (ou obrigacionais) da sua relação jurídica, bem como de combinar as características

de umas e outras espécies (na medida em que não seja proibido por lei). O advérbio de modo empregue no proémio (“nomeadamente”) era e é bastante elucidativo a este respeito, em harmonia com o princípio da autonomia privada e liberdade contratual.

Em todo o caso, e ainda que a nosso ver não fosse necessário, passa a especificar-se expressamente que umas e outras espécies são combináveis (no proémio do, agora, n.º 1) e passa a incluir-se, nas alíneas exemplificativas, um novo conjunto de outras espécies ou subsespécies de obrigações. Sabemos que na prática algumas delas teriam, em certos casos, suscitado dúvidas sobre o seu enquadramento ou possibilidade, pelo que desta forma as dúvidas deixam de existir.

2. Também o disposto no n.º 2, que foi aditado, deve ser entendido como eminentemente interpretativo, antes que inovador. A prática já conhecia e bem a emissão deste tipo de valores mobiliários representativos de dívida. Por um lado, perpétuos (acima, “com prazo de vencimento associado à duração da sociedade”, assumindo que esta foi constituída por tempo indeterminado, sendo de notar que bastará a indicação de “perpétua” ou a ausência, deliberada, de indicação de data de maturidade para que este requisito se considere cumprido) dado que se discutia se ainda seriam obrigações (no pressuposto – discutível – de boa parte da doutrina de que inerente a uma emissão de obrigações deverá necessariamente estar uma relação de mútuo, e relativamente ao que não deveria, em qualquer caso, ser adotada uma atitude fundamentalista). Por outro, valores mobiliários convertíveis sem ser por opção do investidor, portanto por opção do emitente ou de forma automática e verificadas certas condições (uma vez que o CSC apenas previa, até agora, expressamente a conversão por opção do obrigacionista). Em todo o caso, e independentemente da qualificação como “obrigação”, estas realidades não só deveriam ser entendidas como possíveis, como o seu regime, em atenção à teleologia das normas, era encontrado no regime jurídico das obrigações do CSC. O legislador vem, assim, clarificar estes dois pontos: não são formalmente consideradas obrigações, mas o regime que se lhes aplica é o mesmo, com as devidas adaptações (que uma interpretação teleologicamente empenhada já pressupunha).

3. Surge ao longo deste artigo e em vários seguintes a referência à descrição das características das obrigações nas condições da emissão e nos documentos, registos e inscrições que lhes correspondam. A nosso ver, decisivo é o primeiro aspeto; são as condições da emissão que formam o “contrato” ou vínculo obrigacional entre o emitente e os obrigacionistas; por isso também que na alínea b) do n.º 2 apenas estas sejam mencionadas. Neste sentido, a falta de referência em documentos (outros, que não

as condições da emissão), registos e inscrições que correspondam às obrigações será porventura supérfluo e suscetível de referência posterior nesses elementos, já o contrário (falta de referência nas condições da emissão) se poderá afigurar mais difícil de sustentar. Por outro lado, naturalmente que não se confundem as inscrições das características para efeitos de qualificação ou “contratualização” da emissão com as formalidades próprias doutros contextos (p. ex., com a formalização do registo do penhor em conta, quando as obrigações estejam garantidas por um penhor sobre valores mobiliários escriturais).

4. Das alterações à lista exemplificativa constante do n.º 1, destacamos três. Por um lado, a expressa previsão das chamadas obrigações subordinadas, que a prática já bem conhece (designadamente os emitentes bancários), na alínea (e). Por “credores comuns” entendam-se credores ditos seniores, isto é, aqueles que, em caso de liquidação da sociedade, serão pagos, relativamente à generalidade do património social, numa base *pro rata* entre si e sem preferência de outros credores (respeitada que seja a prioridade inerente aos credores titulares de garantias reais sobre o património social). Por outro, fica esclarecido que é possível converter créditos em obrigações, o que já se deveria entender admissível, com base na lei vigente, por não se encontrar regra ou fundamento contrário. Por fim, esclarece-se que as obrigações podem ser emitidas com o benefício de garantias reais, prestadas pelo emitente ou por terceiro, como a alínea c) do art. 349.º, n.º 4 já pressupunha. Naturalmente, deve recordar-se que certas espécies de obrigações, como as obrigações titularizadas ou obrigações hipotecárias, já beneficiam de regimes de garantia específicos. Por garantias especiais sobre receitas deverá, parece-nos, entender-se essencialmente a possibilidade de ceder, com escopo de garantia, ou empenhar créditos, presentes ou futuros.

ARTIGO 361.º

Juro suplementar ou prémio de reembolso

1 – Nas obrigações com juro suplementar ou prémio de reembolso, estes poderão:

- a) Ser estabelecidos como percentagem fixa do lucro de cada exercício, independentemente do montante deste e das oscilações que registe durante o período de vida do empréstimo;
- b) Ser fixados nos termos da alínea anterior, mas apenas para a hipótese de o lucro exceder um limite mínimo que se estipulará na emissão, aplicando-se a percentagem estabelecida a todo o lucro apurado ou somente à parte que exceder o limite referido;
- c) Ser determinados por qualquer das formas previstas nas alíneas precedentes, mas com base numa percentagem variável em função do volume dos lucros produzidos

em cada exercício ou dos lucros a considerar para além do limite estipulado nos termos da alínea b);

d) Ser apurados nos termos das alíneas anteriores, mas com imputação dos lucros a acionistas e obrigacionistas na proporção do valor nominal dos títulos existentes, corrigindo-se ou não essa proporção com base em coeficiente estipulado na emissão;

e) Ser calculados por qualquer outra forma similar, aprovada pelo Ministro das Finanças, a requerimento da sociedade interessada.

e) [Revogada].

2 – Registando a sociedade prejuízos ou lucros inferiores ao limite de que dependa a participação estabelecida, os obrigacionistas terão direito apenas ao juro fixo.

3 – Podem ser emitidas obrigações participantes de outras modalidades, nos termos que sejam expressamente indicados nas condições da emissão e nos documentos, registos e inscrições que lhes correspondam, sem prejuízo das regras previstas nos artigos 362.º a 364.º.

Comentário

1. Em termos gerais, uma obrigação participante pode definir-se (agora, pelo menos) como uma obrigação que, em maior ou menor medida, é “contratualmente” afetada, positiva ou negativamente, pela evolução da atividade social, na sua remuneração e/ou reembolso. Pode ser um instrumento útil especialmente nos dias de hoje, em que, com a retração do crédito bancário, as empresas necessitam de diversificar e alargar a sua base de financiamento, podendo desta forma captar outros segmentos de investidores, que se situem na banda entre as obrigações clássicas e um investimento acionista.

2. Vemos favoravelmente o alargamento (n.º 3) do âmbito de atuação da autonomia privada, permitindo-se às partes acordar noutros tipos de obrigações participantes e, apesar do que em parte parece dar a entender o novo n.º 3, no respetivo regime. É que o disposto nos arts. 362.º a 364.º refere-se a espécies determinadas de obrigações participantes (por remissão para as alíneas (a) e (b) do n.º 1 deste artigo), e não vemos por que motivo alargar o seu âmbito de aplicação. Assim, por exemplo, e tal como se devia entender resultar do regime anterior (mas nesse caso por exclusão de tal realidade das obrigações participantes), poderão as partes acordar em que a remuneração e/ou o reembolso dependa de um conjunto de indicadores financeiros que não se reconduzam à realidade legal e contabilística do lucro de exercício.

A eliminação da alínea (e) do n.º 1 vem em consonância com o espírito liberalizador inerente ao n.º 3.

ARTIGO 362.º

Lucros a considerar

1 – ~~O lucro a considerar para os efeitos previstos~~ *Para as obrigações referidas nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo anterior 360.º, o lucro a considerar é o que corresponder aos resultados líquidos do exercício, deduzidos das importâncias a levar à reserva legal ou reservas obrigatórias e não se considerando como custo as amortizações, ajustamentos e provisões efetuados para além dos máximos legalmente admitidos para efeitos do imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas.*

2 – O apuramento feito pela sociedade do lucro que deve servir de base à determinação das importâncias destinadas aos obrigacionistas e bem assim o cálculo dessas importâncias serão obrigatoriamente submetidos, conjuntamente com o relatório e contas de cada exercício, ao parecer de revisor oficial de contas.

3 – O revisor oficial de contas referido no número anterior será designado pela assembleia de obrigacionistas no prazo de 60 dias a contar do termo da primeira subscrição das obrigações ou da vacatura do cargo.

4 – Aplicam-se a este revisor oficial de contas as incompatibilidades estabelecidas no n.º 1 do artigo 414.º-A, com exceção do disposto na alínea h) do referido número.

5 – O lucro a considerar em cada um dos anos de vida do empréstimo com vista ao apuramento das importâncias destinadas a juro suplementar ou a prémio de reembolso será o referente ao exercício anterior.

6 – Se no próprio ano da emissão e de acordo com as condições desta houver lugar à distribuição de juro suplementar ou à afetação de qualquer importância a prémio de reembolso, o montante respetivo calcular-se-á com base nos critérios para o efeito estabelecidos na emissão.

ARTIGO 363.º

Deliberação de emissão

1 – ~~Para as obrigações referidas no artigo 361.º, n.º 1, nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 360.º, a proposta de deliberação da assembleia geral dos acionistas definirá~~ *define* as seguintes condições:

a) O quantitativo global da emissão e os motivos que a justificam, o valor nominal das obrigações, o preço por que são emitidas e reembolsadas ou o modo de o determinar;

b) A taxa de juro e, conforme os casos, a forma de cálculo da dotação para pagamento de juro e reembolso ou a taxa de juro fixo, o critério de apuramento de juro suplementar ou do prémio de reembolso;

c) O plano de amortização do empréstimo;

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

2 – A deliberação poderá reservar aos acionistas ou obrigacionistas, total ou parcialmente, as obrigações a emitir.

ARTIGO 364.º

Pagamento do juro suplementar e do prémio de reembolso

1 – O juro suplementar respeitante a cada ano será pago por uma ou mais vezes, separadamente ou em conjunto com o juro fixo, conforme se estabelecer na emissão.

2 – No caso de a amortização de uma obrigação referida nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 360.º ocorrer antes da data do vencimento do juro suplementar, deve a sociedade emitente fornecer ao respetivo titular documento que lhe permita exercer o seu direito a eventual juro suplementar.

3 – O prémio de reembolso ~~será~~ é integralmente pago na data da amortização das obrigações referidas nas alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 360.º, a qual ~~não poderá~~ pode ser fixada para o momento anterior à data limite para a aprovação das contas anuais.

4 – Pode estipular-se a capitalização dos montantes anualmente apuráveis a título de prémios de reembolso, nos termos e para o efeito estabelecidos nas condições de emissão.

Comentário (aos três artigos acima)

Tratam-se de alterações pontuais, tendo por inerente a noção, a nosso ver, de um âmbito de aplicação restrito deste arts. apenas às espécies de obrigações participantes expressamente mencionadas, sendo certo que as alíneas c) e d) do n.º 1 do art. 361.º acabam por ser subespécies daquelas.

ARTIGO 365.º

Obrigações convertíveis em ações ou noutros valores mobiliários

1 – As sociedades anónimas podem emitir obrigações convertíveis em ações representativas do seu capital ou por si detidas.

~~2 – (Revogado)~~

2 – As ações que resultem da conversão podem ser ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto.

3 – As obrigações podem também ser convertidas em diferentes valores mobiliários emitidos ou detidos pela sociedade, incluindo em warrants autónomos, desde que a sociedade possa emitir estes instrumentos nos termos da lei.

Comentário

1. Passa a esclarecer-se que as ações subjacentes a obrigações convertíveis podem ser preferenciais, bem como que podem ser emitidas obrigações convertíveis noutros valores mobiliários. Tanto uma coisa como outra era possível, em nosso entender, no anterior enquadramento legal,

devidamente interpretado. Em todo o caso, vemos utilidade em deixar esses pontos esclarecidos na lei.

2. Naturalmente que, tratando-se de valores mobiliários (aqueles nos quais as obrigações se podem converter) a emitir pela sociedade, esta deve estar em condições de os emitir à data da emissão das obrigações convertíveis. Tratando-se de valores mobiliários detidos pela sociedade (que até podem ser ações de uma terceira sociedade), esse requisito não é aplicável; em bom rigor, nesse caso estaremos perante as chamadas *exchangeable bonds* (valores mobiliários em carteira, a entregar ao investidor após a verificação do(s) evento(s) que determine(m) a troca), antes que *convertible bonds* (valores mobiliários a emitir antes da entrega ao investidor após a verificação do(s) evento(s) que determine(m) a troca). O regime das primeiras passa em grande ou toda a medida ao lado do regime jurídico das obrigações convertíveis do CSC, sem prejuízo de as condições de emissão deverem prever mecanismos de segurança ou garantia que assegurem o efeito pretendido (troca das obrigações por outros valores mobiliários) – mas não tem é o legislador de interferir nessa matéria, devendo deixar-se funcionar a autonomia da vontade das partes.

ARTIGO 366.º

Deliberação de emissão

1 – *A deliberação de emissão de obrigações convertíveis em ações deve ser tomada pela maioria que o contrato de sociedade especifique, mas não poderá ser inferior à exigida para a deliberação de aumento de capital por novas entradas.*

2 – *A proposta de deliberação deve indicar especificadamente:*

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

b) *As bases e os termos da conversão;*

c) *Se aos acionistas deve ser retirado o direito previsto no n.º 1 do artigo seguinte e as razões de tal medida;*

d) *A identificação dos subscritores e o número de obrigações a subcrever por cada um, quando a sociedade não recorra a subscrição pública.*

3 – *A deliberação de emissão de obrigações convertíveis em ações implica a aprovação do aumento do capital da sociedade no montante e nas condições que vierem a ser necessários para satisfazer os pedidos de conversão.*

4 – *As condições fixadas pela deliberação da assembleia geral dos acionistas para a emissão de obrigações convertíveis só podem ser alterados, sem o consentimento dos obrigacionistas desde que da alteração não resulte para estes qualquer redução das respetivas vantagens ou direitos ou aumento dos seus encargos.*

5 – O disposto nos n.º 2 e 4 aplica-se à deliberação de emissão de obrigações convertíveis em valores mobiliários diferentes de ações, com as devidas adaptações.

sendo suficiente que a deliberação seja aprovada por maioria dos votos emitidos se não conduzir, imediata ou mediatamente, ao aumento do capital social e ou se o contrato de sociedade não estabelecer quórum mais exigente.

6 – O órgão de administração pode deliberar a emissão de obrigações convertíveis desde que se encontre autorizado pelo contrato de sociedade a deliberar a emissão de obrigações e o aumento do capital social até ao limite máximo que possa resultar da conversão, independentemente do prazo estabelecido para que a conversão ocorra, aplicando-se com as necessárias adaptações o disposto no n.º 3 do artigo 456.º.

Comentário

1. A primeira alteração, n.º 5 (na linha clarificadora introduzida na al. (c) do n.º 1 do art. 360.º), visa esclarecer que este art., sobre a deliberação de emissão, se aplica igualmente a obrigações convertíveis noutros tipos de valores mobiliários (ou, acrescente-se, em ações que não sejam do emitente das obrigações), com as devidas adaptações. Não se tratando de obrigações que possam vir a ser convertidas em valores mobiliários (como sejam *warrants*) que, por sua vez, possam vir a levar a uma subsequente conversão em ações do emitente (e ao aumento do respetivo capital social), percebe-se também que o quórum deliberativo seja a maioria simples, salvo se os estatutos determinarem maioria reforçada. Nesses casos, em que não poderá vir a estar em causa o aumento de capital social, o n.º 3 não é de todo aplicável.

2. O n.º 6 vem esclarecer uma dúvida que poderia existir, no caso em que o órgão de administração fosse estatutariamente competente para deliberar tanto uma emissão de obrigações (em geral ou convertíveis mesmo) como um aumento de capital no montante necessário às eventuais conversões, mas estas pudessem ocorrer até depois do prazo até ao qual o órgão de administração teria competência para deliberar um aumento de capital (5 anos no máximo). Perante a versão anterior da norma, a boa interpretação seria esta a nosso ver, considerando nomeadamente que a deliberação de aumento de capital é tomada no momento da deliberação de emissão de obrigações convertíveis (nº 3). Em todo o caso, é uma daquelas situações em que não se perde, antes se ganha, em que não haja dúvidas a esse respeito, eliminando-se assim ruído jurídico desnecessário deste tipo de operações (em que um ponto crítico em que as partes necessitam de conforto jurídico é justamente a segurança dos mecanismos que asseguram a conversão).

A remissão para o n.º 3 do art. 456.º é coerente com o regime existente para a deliberação de aumento de capital pelo órgão de administração, desobrigando o intérprete de lá chegar por via teleológica.

Por fim, tratando-se de obrigações convertíveis noutros valores mobiliários, e desde que o órgão de administração se encontre legalmente e estatutariamente (se necessário) mandatado para deliberar a emissão de obrigações (em geral ou convertíveis) e desses valores mobiliários, deve valer a regra deste n.º 6, salvo a remissão final.

ARTIGO 367.º

Direito de preferência dos acionistas

1 – Os acionistas têm direito de preferência na subscrição das ~~de~~ obrigações convertíveis em ações da sociedade emitente, aplicando-se o disposto ~~no artigo 458.º nos~~ artigos 458.º a 460.º.

2 – Não pode tomar parte na votação que suprima ou limite o direito de preferência dos acionistas na subscrição de obrigações convertíveis todo aquele que puder beneficiar especificamente com tal supressão ou limitação, nem as suas ações serão tidas em consideração no cálculo do número de presenças a reunião da assembleia geral e da maioria exigida para a deliberação.

Comentário

Tem também conteúdo interpretativo, e era a boa interpretação, tanto quanto ao âmbito da preferência como à remissão, pelo que não se levantam mais dúvidas dessa forma.

ARTIGO 369.º

Atribuição de juros e de dividendos

1 – Os obrigacionistas têm direito aos juros das respetivas obrigações até ao momento da conversão, ~~o qual, para este efeito, se reporta sempre ao termo do trimestre em que o pedido de conversão é apresentado.~~

2 – Das condições de emissão ~~constará sempre~~ deve constar o regime de atribuição de dividendos que será aplicado às ações em que as obrigações se converterem no exercício durante o qual a conversão tiver lugar.

3 – Caso não conste das condições da emissão o regime referido no número anterior, as novas ações atribuem direito a dividendos nos mesmos termos das ações da mesma categoria já existentes.

Comentário

Os termos deste art. encontravam-se desatualizados face à prática internacional e ficava a dúvida sobre o que deveria suceder caso as condições da emissão não previssem o regime de atribuição de dividendos.

As alterações visam, assim, conferir maior autonomia privada às partes e estabelecer um regime supletivo, que nos parece o mais equilibrado em caso de ausência de previsão nas condições e que porventura deveria, por isso, ser entendido como a solução aplicável perante a redação anterior do art.

ARTIGO 370.º

Formalização e registo do aumento do capital

1 – O aumento do capital social resultante da conversão de obrigações em ações é objeto de declaração escrita de qualquer administrador da sociedade, sob sua responsabilidade, a emitir no seguinte prazo, salvo se as condições da emissão especificarem um prazo mais curto:

a) Dentro dos 30 dias posteriores ao termo do prazo para a apresentação do pedido de conversão, quando, nos termos da emissão, a conversão houver de ser feita de uma só vez e em determinado momento;

b) Dentro dos 30 dias posteriores ao termo de cada prazo para a apresentação do pedido de conversão, quando, nos termos da emissão, a conversão puder ser feita em mais de um momento.

2 – Fixando a deliberação da emissão apenas um momento a partir do qual o direito de conversão pode ser exercido, deve o administrador declarar por escrito, durante os meses de julho e janeiro de cada ano, o aumento resultante das conversões pedidas no decurso do semestre imediatamente anterior, salvo se as condições da emissão previrem uma periodicidade diversa, mas não superior a um ano.

3 – A conversão considera-se, para todos os efeitos, como efetuada:

a) Nos casos previstos no n.º 1, no último dia do prazo para apresentação do respetivo pedido;

b) No caso previsto no número anterior, em 30 de junho ou 31 de dezembro, consoante os casos, salvo se diverso regime constar das condições da emissão, nos termos da parte final do mesmo número.

4 – A inscrição deste aumento de capital no registo comercial deve ser feita no prazo de dois meses a contar da data das declarações referidas nos n.º 1 e 2, podendo as condições da emissão fixar um prazo mais curto.

Comentário

É transversal a este artigo uma maior liberdade dada à autonomia privada, sem prejuízo de se fixar um regime (agora assumidamente) supletivo. Permite-se desta forma tornar o regime aplicável mais próximo das práticas de mercado internacionais, que não se compadecem, normalmente, com interregnos tão espaçados no tempo. Caso não o façam as partes, a lei municia o intérprete de um critério supletivo.

Emissão de ações para conversão de obrigações

1 – A administração da sociedade deve, imediatamente após o registo comercial do aumento de capital resultante da emissão:

a) Em relação a ações tituladas, emitir os títulos das novas ações e entregá-los aos seus titulares no prazo de 180 dias a contar do aumento de capital resultante da emissão;

b) Em relação a ações escriturais, proceder ao registo em conta das novas ações imediatamente após o registo comercial do aumento de capital resultante da emissão.

2 – Não será é necessário proceder à emissão a que se refere o número anterior quando os pedidos de conversão possam ser satisfeitos com ações já emitidas e que se encontrem disponíveis para o efeito, salvo se as condições da emissão dispuserem diferentemente.

Comentário

1. Prazos tão alargados não eram justificados, quando pensamos que atualmente tem sido possível obter no mesmo dia a liquidação financeira do aumento de capital, o seu registo comercial e a respetiva liquidação física, mesmo no caso de o emitente ser uma sociedade cotada.

2. Por outro lado (n.º 2), é de notar que não é o mesmo entregar ações próprias (que podem vir a ser vendidas mais tarde no mercado, mais facilmente do que realizar um aumento de capital *ex novo*, sendo que o saldo financeiro e contabilístico essencial é sensivelmente o mesmo) e emitir novas ações. Assim sendo, já entendíamos este n.º 2 como norma supletiva (por não se divisarem razões que impusessem a imperatividade) e aproveitou agora o legislador para esclarecer que as condições da emissão poderão determinar que sejam entregues ações novas e não ações próprias aos obrigacionistas.

Concordata com credores Plano de recuperação ou de insolvência e dissolução da sociedade

1 – Se a Sendo aprovado plano de recuperação ou de insolvência de sociedade emitente de obrigações convertíveis em ações fizer concordata com os seus credores, o direito de conversão pode ser exercido logo que a concordata for homologada e nas condições por ela, no âmbito de processo especial de revitalização ou de insolvência, pode o direito de conversão das obrigações em ações ser exercido imediatamente após a homologação do plano, nas condições nele estabelecidas.

2 – Se a sociedade que tiver emitido obrigações convertíveis em ações se dissolver, sem que isso resulte de fusão, podem os obrigacionistas, na falta de caução idónea, exigir o reembolso antecipado, o qual, todavia, lhes não pode ser imposto pela sociedade.

Comentário

É atualizada a redação em linha com o CIRE.

ARTIGO 372.º-A

Obrigações com direito de subscrição de açõeswarrant

1 – As sociedades anónimas podem emitir obrigações com warrant.

2 – *(Revogado.)*

2 – As ações criadas por exercício do warrant podem ser ordinárias ou preferenciais, com ou sem direito de voto.

Comentário

1. Trata-se de um esclarecimento útil, embora entendamos que nada obstava já à emissão de obrigações com warrant tendo ações preferenciais por subjacente, tal como nada obstava já à existência de obrigações convertíveis em ações preferenciais.

2. Não gostaríamos de deixar de notar que se perdeu uma oportunidade para ajustar regime dos *warrants* autónomos, no sentido de liberalizar o ativo subjacente, pelo menos quanto a ações da própria sociedade, aliás, com o mesmo âmbito de ativo subjacente do art. 372º-B.

Efetivamente, à data atual, com base na remissão do art. 3.º do Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de maio, para o art. 3.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2004, não será possível emitir *warrants* autónomos às sociedades em geral (isto é, não cotadas), uma vez que aquele segundo art. determina que as ações que constituam um ativo subjacente de *warrants* autónomos deverão estar admitidas à negociação em mercado. Em face do direito vigente e em atenção à unidade do sistema jurídico, e por não encontrarmos razão suficiente para proibir uma sociedade de emitir *warrants* autónomos que tenham por subjacente ações da própria sociedade quando se lhe é permitido fazê-lo como *warrants* não autónomos, no contexto de uma emissão de obrigações, poderá porventura suscitar-se uma interpretação diversa daquela, que assenta numa mecânica remissão, preocupada essencialmente com outro tipo de questões (dispersão de *warrants* autónomos pelo público em geral e respetiva liquidez e valorização), pelo menos quando tais preocupações não estejam manifestamente presentes. Aliás, sendo o *warrant* autónomo uma opção sob a forma de um valor mobiliário e assim mais facilmente transmissível, o mesmo é um instrumento muito útil para um conjunto de investidores, designadamente no capital de risco, o que manifestamente não é o público em geral.

Em todo o caso, bem teria andado o legislador se tivesse aproveitado esta reforma para cirurgicamente ajustar a redação do art. 3.º do Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de maio, nesse sentido, prevendo expressamente que os *warrants* autónomos possam ter como ativo subjacente ações da própria sociedade emitente, ainda que as mesmas não se encontrem admitidas à negociação.

Nota a propósito das obrigações próprias

Não podíamos deixar passar esta oportunidade sem mencionar aquele que nos parece ser outro ponto em que o legislador poderia, e deveria, ter ido mais além, tanto em jeito clarificador como inovador, mais concretamente quanto ao regime das obrigações próprias. O art. 354.º dispõe, recorde-se, o seguinte:

ARTIGO 354.º *Obrigações próprias*

1 – *A sociedade só pode adquirir obrigações próprias nas mesmas circunstâncias em que poderia adquirir ações próprias ou para conversão ou amortização.*

2 – *Enquanto as obrigações pertencerem à sociedade emitente são suspensos os respectivos direitos, mas podem elas ser convertidas ou amortizadas nos termos gerais.*

Comentário

A nosso ver, o regime atual das obrigações próprias encontra-se desatualizado, à luz de outras jurisdições (vide Alemanha ou Inglaterra) e das necessidades do mercado (sendo Frankfurt e Londres duas praças financeiras europeias de referência, como se sabe), carecido pelo menos de um conjunto de interpretações restritivas ou corretivas e bem, muito bem, teria andado o legislador se tivesse aproveitado para ajustar o rumo.

Não só não são convocáveis neste âmbito as preocupações que nortearam o legislador aquando da introdução do regime de limitação das ações próprias (*maxime*, o princípio de intangibilidade do capital social e de proteção dos credores sociais), como em regimes especiais de obrigações já foi ultrapassada esta limitação (veja-se o regime estabelecido para as obrigações hipotecárias, no Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, cujo artigo 10.º, n.º 2, alínea (a) exclui a aplicação do Título IV do CSC).

Contabilmente o saldo de uma subscrição de obrigações próprias é neutro, mas permite à sociedade construir uma carteira de obrigações

próprias que poderá mobilizar expeditamente, sem necessidade de outros procedimentos de emissão, nomeadamente para efeitos da prestação de garantias ou reportar (*repos*); assim tem sucedido frequentemente com as obrigações hipotecárias, e se deverá porventura entender ser possível também noutros contextos (p. ex., com obrigações garantidas pelo Estado, que sirvam o mesmo propósito). Não há, pois, que recluir um argumento de confusão entre credor e devedor, que por vezes é alegado.

Por outro lado, a remissão para o regime geral da aquisição de ações próprias suscita questões tais como qual o referencial a usar para os 10% de limitação de detenção de obrigações próprias. À falta de outro critério, por não divisarmos fundamento em contrário e por o referencial para as ações deverem ser todas as ações representativas do capital social, pensamos que se impõe a interpretação menos restritiva possível: 10% de todas as obrigações remanescentes e não apenas de certa ou certas categorias.

Entre outras, a remissão para o regime das ações próprias suscita uma questão adicional, na doutrina e na prática, sobre se abrange a remissão para o art. 325.º-A. Duvidosa do ponto de vista meramente literal, também não parece que se justifique teleologicamente: este art. funda-se, no essencial, no princípio da intangibilidade do capital social e na manutenção do equilíbrio de poderes em sede de assembleia geral, que não são aqui colocados em causa. Aliás, o art. 325.º-A foi introduzido pelo Decreto-Lei n.º 328/95, de 9 de dezembro, em transposição da Diretiva 90/605/CEE, de 8 de novembro, que não impunha ou supunha sequer a sua aplicação às obrigações. E, porque a norma era então inexistente, também não esteve certamente nas cogitações do legislador em 1986, quando o CSC foi publicado, e tendo o art. 354.º mantido entretanto a sua redação original.

Por fim, não há que recluir usar as ferramentas (interpretar os conceitos) da parte final do n.º 1. Vejamos. “Converter” e “amortizar” têm em comum o recebimento das obrigações contra a entrega de ações (ou outros valores mobiliários) ou numerário (ou, já agora, outros ativos aceites pelo obrigacionista em pagamento), sendo as obrigações de seguida canceladas. Temos, portanto, como característica comum a detenção meramente incidental e temporária das obrigações. Ora, também outras situações poderão caber, em alguma medida, neste tipo de enquadramento: emitente adquire obrigações próprias, mas cessando elas depois, em resultado de outra operação, a sua existência na esfera jurídica (na carteira) deste, jurídica ou economicamente. Pensemos na aquisição de obrigações próprias para liquidar, como mutuário, um empréstimo de obrigações próprias (ou um derivado com tal subjacente) ou para a realização de um reporte ou mesmo para dar, por outra forma, de garantia, como acima mencionado.

Em todo o caso, perante todo este contexto, teria sido certamente útil que matérias importantes como estas, na gestão do balanço de uma sociedade, pudessem ter sido resolvidas de forma expressa pelo legislador.

Post scriptum:

Aproveitamos ainda a ocasião, pela relevância que se espera poder vir a assumir num mercado como o português com dificuldades de acesso ao crédito bancário por parte de muitas PME's, para referir a publicação de um conjunto de alterações pela Euronext ao seu Regulamento Alternext, no contexto da chamada *Euronext Private Placement Bond* (EPPB). O anúncio sumariando as alterações e a nova versão do regulamento, em vigor a partir de 16 de março de 2015, pode consultar-se em: <https://www.euronext.com/regulation/alternext>

RESUMO: As alterações introduzidas ao regime das ações preferenciais sem direito de voto intentam sobretudo conferir-lhe maior flexibilidade, admitindo-se nomeadamente a modelação estatutária de tais ações com configurações assaz diversas das anteriormente previstas, contanto que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados. A respeito das ações preferenciais remíveis, as modificações correspondem a meras adaptações e correção de lapsos de redação.

Palavras-chave: ações preferenciais sem direito de voto.

ABSTRACT: The changes introduced in the legal regime of the preference shares with no voting rights have as principal purpose to give it more flexibility. The new regime allows companies to establish different terms and conditions of the preference shares in the articles of association, on condition that those shares are fully subscribed by qualified investors. Regarding to redeemable preference shares, the changes correspond to mere adaptations and correction of written lapses.

Keywords: preference shares with no voting rights.

ELDA MARQUES*

As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro

O Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro, introduz alterações ao regime das ações preferenciais sem voto, constante dos art. 341.º a 344.º, e às ações preferenciais remíveis, previstas no art. 345.º.

* Assistente da
Faculdade de Economia
do Porto

1. As alterações ao regime das ações preferenciais sem direito de voto

As ações preferenciais sem voto, reguladas nos arts. 341.º a 344.º, constituem um instrumento primacialmente¹ moldado para o financiamento societário com capitais próprios através do aporte de novo capital, que permite ao mesmo tempo a manutenção das relações de maioria ou de poder existentes no seio da sociedade. Destinam-se sobretudo a investidores que não estão interessados em participar ativamente na formação

¹ Sobre as possíveis finalidades da criação de ações preferenciais sem voto, v. o nosso "Artigo 341.º", em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), Almedina, vol. V, 2012, p. 612-616.

da vontade social, através do exercício do direito de voto, e procuram um investimento rentável, mediante a percepção de um dividendo prioritário superior ao juro inerente a outras aplicações financeiras disponíveis no mercado. Apesar de prioritário, o dividendo atribuído pelas ações preferenciais sem voto está, todavia, dependente da verificação de lucros de exercício distribuíveis (cfr. arts. 341.º, 2, e 342.º, 1 e 2), pelo que compartilham com as ações ordinárias da álea própria da obtenção de lucros. Ainda assim, a obrigatoria cumulação (temporalmente limitada) do dividendo prioritário anual não pago ou pago apenas em parte no exercício social em que era devido com o dividendo prioritário respeitante aos exercícios subsequentes até ao limite, no mínimo, de três (cfr. art. 342.º, 2), confere aos titulares de ações preferenciais sem voto uma proteção (relativa) contra a incerteza da verificação de lucros distribuíveis num determinado exercício.

Frustrando-se a expectativa do pagamento integral do dividendo prioritário anual, principal privilégio patrimonial atribuído às ações preferenciais sem voto, durante dois exercícios consecutivos, os seus titulares (re) adquirem (temporariamente) o direito de voto nos precisos termos que as ações ordinárias, só o voltando a perder no exercício seguinte àquele em que tenham sido pagos os dividendos prioritários em atraso (cfr. art. 342.º, 3). Enquanto as ações preferenciais sem voto conferirem o direito de voto conservam em todo o caso os privilégios patrimoniais, não se transfigurando, portanto, em ações ordinárias.

Não obstante a privação (*rectius*, suspensão) do direito de voto (contanto não se verifique uma situação de incumprimento do dividendo prioritário – cfr. art. 342.º, 3), as ações preferenciais sem voto são verdadeiras ações e, tal como as ações ordinárias, representam frações de capital social. Porém, na medida em que as ações preferenciais sem voto, sobrevivendo a liquidação da sociedade, conferem o direito ao reembolso do seu valor nominal ou do seu valor de emissão com prioridade em relação às demais ações com voto (cfr. arts. 341.º, 2, e 342.º, 1), tais ações assumem um menor risco (relativo) de perdas em relação às ações com voto (se o ativo da liquidação a partilhar não for suficiente para o reembolso integral das entradas efetuadas pelos demais acionistas com voto).

Este era, em traços muito gerais, o regime das ações preferenciais sem voto consagrado nos arts. 341.º a 342.º, e que, à exceção do quantitativo mínimo imperativamente devido a título de dividendo prioritário (que sofreu alteração de 5% para 1% do valor da ação – cfr. a nova redação do art. 341.º, 2) e das implicações retiráveis de uma interpretação literal da redação do atual n.º 5 do art. 341.º, se mantém após o Decreto-Lei n.º 26/2015.

O recurso à criação de ações preferenciais sem voto pelas sociedades nacionais tem sido esporádico² na *praxis* societária.³⁻⁴ É um instituto

² P. ex., mais proximamente, a Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A. procedeu, em 2011, a um aumento de capital mediante a emissão de ações preferenciais sem voto (a ata n.º 16 – A, de 6 de Abril de 2011, que autorizou o respetivo conselho de administração a aumentar o capital, bem como os documentos públicos da operação de aumento de capital podem ser consultados no sítio da internet da sociedade (<http://www.inapa.pt/>)); e a Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD aumentou o seu capital, mediante a emissão de ações preferenciais, que foram integralmente subscritas pelo Futebol Clube do Porto em Outubro de 2014 (v. o comunicado da Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD, publicitado no sítio da CMVM e acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR52655.pdf>).

³ Apesar do diminuto recurso às ações preferenciais sem voto no quadro interno, têm sido emitidas *preference shares* no mercado internacional, muitas vezes por veículos em *offshores*, servindo tipicamente para capital próprio dos bancos nacionais. Tais *preference shares* ficam sujeitas a um regime flexível e não tão rígido como aquele a que estão sujeitas as ações preferenciais sem voto reguladas no CSC. Como principais características da flexibilidade do regime a que tais ações preferenciais de direito estrangeiro (de paraísos fiscais, como seja a Lei das Ilhas Caimão) ficam sujeitas, podem apontar-se: (i) a livre fixação do valor do dividendo – por regra inferior ao mínimo de 5% do valor da ação tal como resultava até à entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 26/2015 aqui em análise – e em regra um juro variável, correspondente a uma margem e a um indexante, como seja Euribor, Libor, etc.; (ii) a periodicidade com que o dividendo é pago (podendo ser feitos pagamentos trimestrais ou semestrais, e não apenas anuais); (iii) a não obrigatoriedade de pagamento do dividendo, estando dependente de deliberação discricionária, e proibição de pagamento em certos casos ligados à viabilidade financeira do emitente; (iv) a não acumulação de dividendos preferenciais, se não forem pagos.

Porém, tais emissões de *preference shares* foram perdendo algum fulgor com as alterações efetuadas à CRR (*Capital requirements regulation*: Regulamento (UE) N.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, 26 de junho de 2013) e CRD IV (*Capital requirements regulation directive*: Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013).

⁴ Em janeiro de 2013, o Banif – Banco Internacional do Funchal, S.A. emitiu ações especiais, que foram subscritas pelo Estado Português, no âmbito da capitalização das instituições de crédito com sede em Portugal (ao abrigo da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro, na redação então vigente, dada pela Lei n.º 4/2012, de 11 de janeiro). O Estado, para além de subscrever €400 milhões em instrumentos de capital elegíveis para Core Tier 1 (os chamados CoCo's), subscreveu então €700 milhões em ações especiais. Nos termos do art. 4.º da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro, parte das ações apenas confere direito de voto (salvo em caso de incumprimento materialmente relevante – art. 16.º-A) em deliberações que exijam legal ou estatutariamente maioria qualificada (n.º 8 do art. 4.º) e outra parte, por ultrapassar o limiar fixado na lei, confere ordinariamente direitos de voto (n.º 9 do artigo 4.º, com remissão para o art. 3.º da Portaria n.º 150-A/2012, de 17 de maio, conforme alterada pela Portaria n.º 421-A/2012, de 21 de dezembro). As ações especiais emitidas pelo Banif conferem ao Estado o direito a um dividendo prioritário correspondente à participação social detida pelo Estado não inferior a 30% do total dos

que impunha (e poderá vir ainda a impor, consoante a percentagem do dividendo prioritário, superior à mínima, que venha a ser determinada nos estatutos) à sociedade emitente pesados encargos financeiros respeitantes ao pagamento do dividendo prioritário e envolvia (e continua a envolver, nos mesmos termos) alguns perigos quanto à alteração das relações de poder (de voto) em caso de penúria de resultados distribuíveis para o pagamento do dividendo prioritário⁵, bem assim à dependência do consentimento dos titulares de ações sem voto para a aprovação de determinadas operações sociais de que resulte a supressão ou coartação dos direitos patrimoniais prioritários (ao dividendo e ao reembolso do valor das ações)⁶. Por seu turno, não obstante a atribuição dos direitos patrimoniais prioritários, os titulares de ações preferenciais sem voto participavam (e participam do mesmo modo), como verdadeiros acionistas, no risco da empresa, inerente a qualquer investimento acionista. Outras razões do insucesso do instituto devem-se nomeadamente à concorrência com outros instrumentos financeiros, como as obrigações, designadamente convertíveis (não tanto as participantes, que a prática portuguesa tem pouco conhecido) e ao tratamento penalizador em termos fiscais dos lucros sociais em face dos juros de tais instrumentos financeiros.

As alterações introduzidas pelo referido Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro, ao nível das ações preferenciais sem voto intentam sobre-

montantes distribuíveis gerados no exercício; mas se do pagamento do dividendo prioritário em dinheiro resultar o incumprimento dos rácios regulatórios mínimos em matéria de fundos próprios, o valor do dividendo é reduzido de modo a garantir o seu cumprimento (art. 6.º da Portaria n.º 150-A/2012) e, efetivamente, até à presente data não foram pagos dividendos ao abrigo destas ações especiais.

⁵ É possível lograr impedir ou minorar a (re)aquisição do direito de voto por falta de pagamento do dividendo prioritário durante dois exercícios (cfr. art. 342.º, 3), mediante previsão estatutária de limitações de direito de voto estabelecidas para todas as ações da sociedade, nos termos do art. 384.º, 2, valendo tais limitações de voto igualmente para as ações preferenciais sem direito de voto durante o período temporal em que recuperam o direito de voto, nos termos do art. 342.º, 3 – sobre a admissibilidade da estipulação estatutária de tais limitações de voto, v. os nossos “Artigo 341.º”, e “Artigo 342.º”, em *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 670, n. 358, 697-698. Em agosto de 2014, a Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A. aprovou a alteração do contrato de sociedade para nele incluir a fixação de uma percentagem máxima de votos a exercer por cada acionista, justamente para privar os titulares de ações preferenciais sem voto, emitidas no aumento de capital de 2011 (v. *supra* a n. 2), do direito de voto entretanto (re)adquirido por falta de pagamento do dividendo prioritário, por efeito do art. 342.º, 3 – os termos concretos daquela alteração contratual encontram-se documentados na ata n.º 21-A, de 6 de agosto de 2014, acessível no sítio da internet da sociedade <http://www.inapa.pt/>.

⁶ Desenvolvidamente, v. o nosso “Artigo 341.º”, em *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 672 e s..

tudo obviar à rigidez e onerosidade do respetivo regime jurídico, ainda que apenas para a um segmento específico de investidores, pretendendo criar um novo estímulo à implantação do instituto como instrumento de financiamento societário com capitais próprios. Aproveitou-se ainda marginalmente para aclarar alguns aspetos do regime das ações preferenciais sem voto em benefício de um maior grau de certeza jurídica no recurso ao instituto.

Segundo o preâmbulo do referido Decreto-Lei n.º 26/2015, as alterações ao regime das ações preferenciais propõem-se *“flexibilizar e clarificar o regime de tais ações, prevendo expressamente a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto com diferentes configurações. Na linha de credibilização do instrumento e da proteção ao investidor, inserem-se, contudo, restrições no universo potencial de investidores que podem deter ações preferenciais sem voto com determinadas configurações”*.

A flexibilização do regime das ações preferenciais sem voto insere-se no conjunto de medidas destinadas a promover alternativas ao financiamento bancário de que as sociedades comerciais têm estado fortemente dependentes no desenvolvimento das suas atividades económicas e na consolidação da sua estrutura financeira, com os inerentes custos àquele associados.

A possibilidade de criação estatutária de ações preferenciais sem voto com configurações diferentes daquelas que correspondem às ações preferenciais sem voto até então previstas no CSC, que podemos designar de ações preferenciais sem voto “clássicas”, permite que as sociedades emittentes de ações preferenciais sem voto “de nova geração” assumam menores encargos financeiros – mediante a estipulação estatutária de ações com dividendo não participante dos lucros remanescentes, da não cumulação do dividendo prioritário não pago no caso de inexistência de lucros distribuíveis e da sujeição das ações preferenciais sem voto a conversão em ações ordinárias – e menores riscos ao nível da alteração das relações de poder (de voto) por falta de pagamento do dividendo prioritário –, porquanto nessa eventualidade pode ser protelada a recuperação do direito de voto. Dadas as suas possíveis diferentes configurações em face das ações sem voto “clássicas”, tais ações sem voto “de nova geração” circunscrevem-se, pelo menos num primeiro momento, o da subscrição, a um universo potencial de investidores (investidores qualificados), mais familiarizados com o regime jurídico dos produtos financeiros e mais predispostos e abertos ao risco.

Por seu turno, a clarificação trazida pelo Decreto-Lei citado concretizou-se na aclaração de alguns aspetos do regime das ações preferenciais sem voto, a par de um aperfeiçoamento da formulação jurídica do instituto

que agora passa a denominar-se de ações preferenciais sem *direito de voto*, desde logo patente ao nível sistemático na sua enunciação – secção V do capítulo III do título IV do CSC (cfr. o art. 7.º do Decreto-Lei mencionado) –, mas também ao nível da redação dos preceitos a ele dedicados. De ora em diante, referir-nos-emos a ações preferenciais sem direito de voto, quer esteja em causa a redação antiga ou nova dos preceitos em estudo.

Para maior facilidade de exposição e apreensão das modificações introduzidas, passaremos a transcrever toda a secção V do capítulo III do título IV do CSC e, seguidamente, a secção VI do mesmo capítulo, numa versão comparada entre a anterior (partes resuradas) e a nova redação (partes sublinhadas), apresentado sequencialmente cada preceito e as observações que as respetivas alterações nos merecem.

SECÇÃO V

Ações preferenciais sem direito de voto

ARTIGO 341.º

Emissão e direitos dos acionistas

1 – O contrato de sociedade pode autorizar a emissão de ações preferenciais sem direito de voto até ao montante representativo de metade do capital social.

2 – As ações ~~referidas no n.º 1~~ sem direito de voto conferem direito a um dividendo prioritário não inferior a 51% do respetivo valor nominal ou, na falta ~~de valor nominal deste~~, do seu valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos acionistas e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade.

3 – O dividendo referido no número anterior atribui aos titulares de ações sem direito de voto uma prioridade no seu recebimento face aos demais acionistas, exceto se o contrato de sociedade estabelecer que o mesmo atribui o direito a um dividendo adicional, o qual, além de ser pago com prioridade, deve acrescer aos dividendos a atribuir a cada acionista.

4 – No caso de ações preferenciais sem direito de voto que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado, o contrato de sociedade pode prever que as mesmas apenas conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações.

5 – As ações preferenciais sem direito de voto conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos ~~no número anterior~~ nos números anteriores,

todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, ~~exceto o~~ com exceção do direito de voto.

6 – As ações ~~referidas no n.º 1~~ sem direito de voto não contam para a determinação da representação do capital exigida na lei ou no contrato de sociedade para as deliberações dos acionistas.

Entre as principais alterações ao art. 341.º estão a diminuição da percentagem mínima aplicável para a determinação do montante devido a título de dividendo prioritário (n.º 2) e a introdução de dois novos n.ºs (n.ºs 3 e 4) ao preceito, passando os anteriores n.ºs 3 e 4 a corresponder agora, respetivamente, aos n.ºs 5 e 6.

O modo (percentagem mínima de 5%) e a base (valor nominal da ação ou, na sua falta, o seu valor de emissão, deduzido de eventual prêmio de emissão) de cálculo do dividendo prioritário anual constituía um dos aspetos da rigidez que caracterizava o regime das ações preferenciais sem direito de voto. A intervenção legislativa cingiu-se, porém, à modificação (diminuição) da percentagem mínima (de 5% para 1%), mantendo inalterada a base de cálculo do dividendo prioritário anual, ou seja, o valor da ação, deduzido de eventual prêmio de emissão – cfr. art. 341.º, 2. A percentagem de 1% ou mais elevada é obrigatoriamente calculada sobre o valor da ação.

Podia ter-se ido mais longe e deixado à disponibilidade da sociedade emitente a fixação do modo e/ou base de cálculo ou do quantitativo do dividendo prioritário anual, em termos de ser calculado por referência, não só ao valor das ações, mas, em alternativa, a uma taxa de juro (legal ou de um produto financeiro) fixa ou variável, ou em termos de corresponder mesmo a uma importância certa, tendo apenas em qualquer caso o quantitativo do dividendo de ser objetivamente determinável.⁷ A sociedade emitente avaliaria em cada momento as condições do mercado e dos instrumentos financeiros concorrentes e poderia adaptar, em maior medida, o montante do dividendo prioritário àquelas condições, de modo a tornar a subscrição de ações preferenciais sem direito de voto uma aplicação de investimento rentável. De todo o modo, a diminuição da percentagem mínima (de 5% para 1%) confere mais flexibilidade ao instituto.

No novo n.º 3 aproveitou-se para clarificar um dos aspetos centrais do instituto das ações preferenciais sem direito de voto, qual seja o que deve entender-se por “dividendo prioritário”. A doutrina nacional não era unânime na interpretação do conceito de prioridade para efeitos deste

⁷ Tais alternativas não estariam legalmente vedadas – v. o nosso “Artigo 341.º”, em *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 653.

normativo, sendo maioritária a posição que considerava estar em causa apenas *uma prioridade no recebimento do dividendo* (prioritário) atribuído aos acionistas preferenciais sem direito de voto face aos demais acionistas e não um dividendo adicional ou majorado. O novo n.º 3 vem aclarar que o privilégio consiste no carácter prioritário do recebimento do dividendo: os acionistas preferenciais sem direito de voto recebem o montante do dividendo prioritário antes dos demais acionistas, quando os lucros distribuíveis forem insuficientes para remuneração nesse mesmo montante de todos os acionistas. Às ações preferenciais sem direito de voto é ademais inerente o dividendo participante⁸ (no sentido das chamadas *Vorzugsaktien "mit partizipierender Dividende"* da *praxis* alemã⁹) na distribuição dos lucros de exercício restantes: assim, havendo lucros distribuíveis, primeiramente (com prioridade) é atribuído (destinado) o dividendo prioritário a acionistas preferenciais sem direito de voto e, restando ainda lucros a distribuir, são atribuídos, a título de dividendo, aos demais acionistas até à igualação do montante que coube aos acionistas preferenciais sem direito de voto e, por fim, os lucros eventualmente remanescentes são repartidos por todos os acionistas, como uma normal distribuição de lucros (i. é, de acordo com o critério de participação nos lucros – cfr. art. 22.º, 1).

Este é contudo o regime supletivo, reconhecendo agora o novo n.º 3, parte final, expressamente a possibilidade de o pacto social atribuir “o direito a um dividendo *adicional*, o qual, *além de ser pago com prioridade, deve acrescer aos dividendos a atribuir a cada acionista*” (itálicos nossos). Importante é notar que, em face da redação do novo n.º 3, o direito ao dividendo adicional é concomitantemente prioritário. Se este for atribuído no pacto social, substitui o direito ao dividendo prioritário. O dividendo adicional e prioritário apenas terá de observar o modo e base de cálculo estabelecido para o dividendo prioritário (ou seja, terá de corresponder, no mínimo, a 1% do valor da ação – cfr. art. 341.º, 2, na nova redação).

Sendo estatutariamente atribuído o direito a um dividendo adicional e prioritário, aos acionistas preferenciais sem direito de voto é primeiramente (com prioridade) atribuído (destinado) o dividendo adicional e os lucros eventualmente remanescentes são repartidos por todos os acionistas, como uma normal distribuição de lucros (i. é, de acordo com o critério de participação nos lucros – cfr. art. 22.º, 1). Assim, havendo lucros distri-

⁸ O que também resulta confirmado *a contrario sensu* em face do disposto na parte final do novo n.º 4 do art. 341.º – v. *infra* em texto.

⁹ Apesar de não ser necessário, é usual os estatutos dotarem as ações preferenciais com dividendos participantes – v. o nosso “Artigo 341.º”, in *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 660.

buíveis que excedam o quantitativo (global) devido a título de dividendo adicional, o montante devido aos acionistas preferenciais sem direito de voto, a título de dividendos, é superior ao que resultaria da normal distribuição de lucros (i. é, de acordo com o critério de participação nos lucros – cfr. art. 22º, 1). Têm direito a receber um dividendo adicional que lhes é atribuído (destinado) com prioridade em relação à distribuição dos lucros (ainda remanescentes) por todos os acionistas. O direito a um dividendo adicional giza-se num direito a receber mais a título de dividendos do que os demais acionistas. Se o direito a um (mero) dividendo prioritário (regime supletivo) não significa necessariamente que os acionistas preferenciais sem direito de voto recebem mais a título de dividendos que os demais acionistas (o que se verifica tão-somente no caso de os lucros distribuíveis não existirem em montante suficiente que permita igualar os demais acionistas), o direito a um dividendo adicional significa forçosamente que os acionistas preferenciais sem direito de voto recebem mais a título de dividendos que os demais acionistas (ou seja, mesmo que os lucros distribuíveis permitissem igualar os demais acionistas)¹⁰. O direito a um dividendo adicional e prioritário concede uma posição mais privilegiada, em termos patrimoniais (a título de dividendos), que a conferida pelo direito a um (mero) dividendo prioritário (regime supletivo).

Instituído estatutariamente o direito a um dividendo adicional e prioritário, todas as normas que pressupõem a atribuição do direito ao dividendo prioritário são forçosamente aplicáveis ao direito ao dividendo adicional (e prioritário), que substitui aquele: assim, o art. 341.º, 2 (quanto ao modo e base de cálculo do dividendo preferencial); e o art. 342.º (quanto: à repartição dos lucros distribuíveis pelas ações preferenciais sem direito de voto, segundo o critério proporcional, quando os lucros sejam insuficientes para satisfazer o pagamento do dividendo preferencial – n.º 1; à acumulação do dividendo preferencial – n.º 2; à recuperação do direito de voto – n.º 3; à obrigatoriedade de pagamento do dividendo preferencial e suscetibilidade da sua execução específica – n.º 5).

Note-se, ainda, que, ao abrigo da anterior redação do art. 341.º, que se referia ao direito a um mero dividendo prioritário, adicionalmente à prioridade no recebimento, os estatutos poderiam prever também um divi-

¹⁰ Com a estipulação de um dividendo adicional, o critério da participação nos lucros deixa de ser o correspondente à participação proporcional no capital, que é a regra supletiva em matéria de participação nos lucros, mas sendo admitido o seu afastamento por estipulação estatutária, ao abrigo do art. 22.º, 1, parte inicial. Sobre se o privilégio da prioridade comporta necessariamente uma alteração da regra supletiva da participação nos lucros, v. o nosso “Artigo 341.º”, em *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 661.

dendo adicional¹¹. Um dividendo adicional não correspondia contudo à preferência (prioridade) imposta, no sentido do art. 341.º, 2; a preferência exigia tão-somente a prioridade no recebimento do dividendo. Era pensável a previsão estatutária de um dividendo prioritário de 5% do valor da ação e concomitantemente adicional em apenas 3% dos 5% do valor da ação: num tal caso, na distribuição dos lucros, o acionista beneficiaria de um dividendo adicional de 3% com prioridade no recebimento, bem como de prioridade no recebimento de um dividendo de 2% não cobertos pelo dividendo adicional com prioridade atribuído; ou igualmente de um dividendo adicional e simultaneamente prioritário de 5% do valor da ação: na distribuição dos lucros, o acionista gozaria de um dividendo adicional de 5% com prioridade no recebimento. Em qualquer das hipóteses anteriormente configuradas, o privilégio imperativo da prioridade nos lucros, consignado no antigo art. 341.º, 2, seria respeitado.

Também agora não está impedida a previsão estatutária do direito a um dividendo prioritário de, p. ex., 3% do valor da ação, e adicional em apenas 1% do valor da ação. O direito a um dividendo prioritário não tem de ser, *in totum*, igualmente adicional, podendo sê-lo apenas em parte do quantitativo do dividendo prioritário atribuído no pacto social. Ao dividendo prioritário (e em parte adicional) são aplicáveis as disposições que se referem ao dividendo prioritário, nomeadamente os arts. 341.º, 2 e 342.º, 1 a 3 e 5.

O n.º 4 introduzido ao art. 341.º tem verdadeiro carácter inovador¹² entre as alterações ao regime das ações preferenciais sem direito de voto. Admite uma configuração diferente das ações preferenciais sem direito de voto ao nível dos direitos prioritários de natureza patrimonial (direito ao dividendo anual e direito ao reembolso do valor da ação na liquidação da sociedade). Nos termos da 2.ª parte do aditado n.º 4 do art. 341.º, “(...) o contrato de sociedade pode prever que as mesmas *apenas* conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, *não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações*” (itálicos nossos). Vem, assim, permitir que os estatutos possam conferir às ações preferenciais sem direito de voto tão-somente o direito a um dividendo prioritário, mas privando tais ações do dividendo participante na distri-

¹¹ Sendo bastante usual na *praxis* germânica e podendo ser variadas as formas da sua configuração, contanto que o critério decisivo da prioridade nos lucros não seja prejudicado. Dividendo prioritário e dividendo adicional não têm de convergir quanto ao montante atribuído – v. o nosso “Artigo 341º”, in *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 611, 659, n. 295, 660 e n. 301.

¹² Assim como o n.º 4 aditado ao art. 342.º.

buição dos lucros de exercício restantes (i. é, dos lucros sobranes depois de atribuído ou destinado o dividendo prioritário).

Por um lado, admite-se que seja estatutariamente excluído o direito prioritário ao reembolso do valor das ações preferenciais sem direito de voto, na liquidação da sociedade, afastando, quanto a tais ações, a imperatividade da concomitância de ambos os direitos prioritários de natureza patrimonial para a privação (suspensão) do direito de voto. Assim interpretamos o emprego do advérbio “apenas” no texto legal: “(...) o contrato de sociedade pode prever que as mesmas *apenas* conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade”. Ambos os privilégios patrimoniais quanto ao dividendo anual e ao reembolso do valor das ações na liquidação da sociedade têm imperativamente de ser atribuídos, no mínimo, às ações preferenciais sem direito de voto, que podemos designar de “clássicas”, ao abrigo do (antigo e atual) art. 341.º, 2; a 2.ª parte do novo n.º 4 prevê, por conseguinte, um regime excecional para as ações preferenciais sem direito de voto, que denominamos de “nova geração”.

Por outro lado, a 2.ª parte do aditado n.º 4 do art. 341º consagra ações preferenciais sem direito de voto com direito prioritário ao dividendo mas sem o chamado dividendo participante na distribuição dos lucros de exercício remanescentes. Trata-se de configurar o dividendo prioritário simultaneamente como dividendo máximo (*Höchstdividende*), cabendo aos demais acionistas um excedente ou excesso de lucro (*Übergewinn*); correspondem às denominadas, pela doutrina alemã, “ações preferenciais limitadas” ou “ações preferenciais assemelháveis a obrigações” (“*limitierte Vorzugsaktien*”, “*obligationenähnliche Vorzugsaktien*”)¹³. Estas são o contrário das denominadas *Vorzugsaktien* “*mit partizipierender Dividende*”, acima já referenciadas.

Tais ações com direito prioritário ao dividendo, mas privados do dividendo participante constituem ações com uma participação limitada nos lucros (admitida ao abrigo da regra geral consignada no art. 22.º, 1, 1.ª parte, desde que a “convenção em contrário” não se consubstancie mate-

¹³ V. UWE HÜFFER, “§ 139”, em *Aktiengesetz*, Beck’sche Kurz-Kommentare, 7ª ed., Beck, München, 2006, p. 774, Rn. 8; SPINDLER, “§139”, em Karsten Schmidt / Marcus Lutter, *Aktiengesetz Kommentar*, vol. I (§§ 1 a 149), Otto Schmidt, Köln, 2010, p. 1982, Rn. 14. Tais chamadas “*limitierte Vorzugsaktien*” são admitidas, segundo a maioria da doutrina germânica [contrariamente, Zöllner, “§ 139”, em *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 1.ª ed., Rz. 12 apud *idem*, *ibidem*, tem por inadmissível uma tal configuração do direito preferencial (*Vorzugsrechts*), porquanto não se trataria mais de um autêntico dividendo], mas não encontraram especial difusão.

rialmente num pacto leonino¹⁴ – cfr. art. 21.º, 3). Por seu turno, e inversamente, os demais acionistas passam a beneficiar de uma participação nos lucros superior à proporção do valor das respetivas participações no capital. Com efeito, na distribuição do remanescente dos lucros de exercício (i. é, depois de atribuído o dividendo prioritário) participam apenas as demais ações, o que redundará em beneficiá-las com um dividendo maior do que o de tais ações preferenciais sem direito de voto com dividendo prioritário mas sem o chamado dividendo participante.

As ações preferenciais sem direito de voto, designadas de “clássicas”, estão naturalmente dotadas com dividendo participante nos lucros remanescentes, ao abrigo do art. 341.º, 2 e 3; a 2.ª parte do novo n.º 4 preceitua, deste modo, um regime excecional de dividendo não participante ou de dividendo com participação limitada nos lucros remanescentes para as ações preferenciais sem direito de voto, ditas de “nova geração”.

As ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, consoante a sua configuração, conferem, em princípio, menos direitos de natureza patrimonial do que os tipicamente inerentes às ações em geral, porquanto apenas conferem, no mínimo, o direito prioritário ao dividendo, nos termos consignados no n.º 4 do art. 341.º, que é um “direito especial”, mas que não assegura necessariamente uma vantagem quanto ao direito a quinhoar nos lucros sociais, quando sejam em montante superior à satisfação do dividendo prioritário. Adicionalmente, como constataremos abaixo, de uma interpretação literal do n.º 5 do art. 345.º retira-se que as ações preferenciais sem direito de voto, seja qual for a sua configuração, “clássica” ou “de nova geração, além dos direitos previstos nos n.ºs 2 a 4, não gozam dos demais direitos de caráter patrimonial. Nesta conformidade, as ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, em face da modelação contratual admitida no n.º 4, compreendem menos direitos patrimoniais e menos direitos políticos (privação do direito de voto) do que os legalmente estabelecidos para as ações em geral, pelo que constituem em bom rigor ações “diminuídas”.

As possibilidades de configuração das ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, ao abrigo dos novos n.ºs 4, quer do art. 341.º, quer do art. 342.º, consubstanciam uma descaraterização significativa do instituto das ações preferenciais sem direito de voto até agora vigente, porquanto, após o Decreto-Lei n.º 26/2015, o instituto passa a integrar duas configurações de ações preferenciais sem direito de voto, as ações ditas “clássicas”, cujo regime confere uma posição mais privilegiada aos seus

¹⁴ O direito ao dividendo prioritário não pode ser de tal forma irrisório ou insignificante que comporte em termos materiais a exclusão do direito aos lucros.

titulares em comparação com as ações de ora em diante admitidas, as ditas “de nova geração”, que poderão distanciar-se mais ou menos do regime previsto para aquelas, consoante a modelação que lhes seja dada, em cada caso concreto, no contrato de sociedade. Com o propósito de assegurar a credibilização do instrumento e a proteção ao investidor, inseriram-se restrições no universo potencial de investidores que podem deter tais ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” (v. o preâmbulo do diploma).

Com efeito, de acordo com a 1.^a parte do aditado n.º 4 do art. 341.º (bem assim da 1.^a parte do novo n.º 4 do art. 342.º), o contrato de sociedade pode criar tais ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, contanto que *“sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado”*.

Os sujeitos destinatários da emissão de tais ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” são unicamente os investidores qualificados, na aceção do art. 30.º do CódMVM, segmento específico de investidores mais informados em matérias financeiras e mais predispostos ao risco. A emissão das ações (inicialmente, no momento constitutivo da sociedade, ou posteriormente em aumento de capital) tem, portanto, de ser subscrita (adquirida originariamente em mercado primário) na sua totalidade por investidores qualificados.¹⁵ Ademais veda-se a admissão à negociação em mercado regulamentado (por iniciativa do emitente ou de outrem, como sejam os titulares dessas ações preferenciais) de tais ações; esta restrição teve em vista reduzir o risco de virem a ser alienadas a outro tipo de investidores, para sua proteção. Esse risco de alienação – transações fora de bolsa (OTC: *over the counter*) – existirá sempre, mas o potencial de transações com outros investidores, mormente não qualificados, é naturalmente mais reduzido.

O anterior n.º 3 do art. 341.º passou a ser o seu n.º 5, mas com alterações na sua redação. Dispõe agora o n.º 5 do art. 341.º: *“as ações preferenciais sem direito de voto conferem, além dos direitos de natureza patrimonial*

¹⁵ É sempre havida como particular a oferta relativa à subscrição de tais ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” que seja dirigida apenas a investidores qualificados – cfr. art. 110.º, 1, a) do CódMVM. É possível, não obstante, estruturar uma operação em duas ofertas: uma oferta pública de subscrição de ações ordinárias (e/ou de ações de categoria especial, incluindo ações preferenciais sem direito de voto ditas “clássicas”) dirigida a um número ilimitado de destinatários com residência em Portugal e, simultaneamente, uma oferta particular de subscrição de ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

*previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto*¹⁶”.

A respeito da nova redação do n.º 5 do art. 341.º, se numa primeira leitura não parecem existir alterações substanciais ao respetivo conteúdo normativo, o intérprete que, como nós, desconhece o pensamento legislativo que esteve na base de tais modificações do texto do preceito, é levado a indagar, numa leitura mais atenta, se o propósito legislativo terá sido o de apenas clarificar o sentido da norma e, num tal caso, o legislador revelou-se infeliz na veste textual que para o efeito escolheu, ou se a intenção legislativa foi a de excluir os acionistas preferenciais sem direito de voto de todos os direitos de natureza patrimonial, com exceção dos direitos patrimoniais prioritários (ainda que agora possa haver configurações diferentes de tais direitos, ao abrigo do novo n.º 4 do art. 341.º, como se constatou, o que explica a adaptação do texto do preceito – “previstos nos números anteriores” ao invés de “previstos no número anterior”), estatuídos nos n.ºs 2 a 4 do mesmo preceito. A letra da lei e o propósito legislativo de flexibilização do regime das ações preferenciais sem direito de voto parecem afastar uma mera intenção legislativa de clarificação, que também presidiu às alterações às ações preferenciais sem direito de voto.

Desde já, é de notar a distinção sancionada no novo texto do n.º 5 do art. 341.º, entre direitos de natureza patrimonial e direitos de natureza não patrimonial. A distinção muitas vezes feita na doutrina é entre direitos administrativos (ou políticos) e direitos patrimoniais¹⁷. No CSC, aquela distinção entre direitos de natureza patrimonial e não patrimonial encontra-se no art. 24.º, 3¹⁸, ainda que apenas aplicada aos direitos especiais. No

¹⁶ Sem prejuízo de os estatutos poderem excluir os acionistas preferenciais sem direito de voto do direito a assistir às assembleias gerais e a participar na discussão dos assuntos sociais (cfr. arts. 343.º, 1 e 379.º, 2), caso em que são representados por um deles (cfr. arts. 343.º e 379.º, 3). Ao representante comum cabem todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações preferenciais sem direito de voto que poderiam ser exercidos pelos representados (acionistas sem direito de voto) se pudessem estar presentes e participar na discussão, com exceção apenas do direito de votar as propostas – v. o nosso “Artigo 343.º”, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), Almedina, vol. V, 2012, p. 703.

¹⁷ Cfr. COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial – Das sociedades*, Almedina, Coimbra, vol. II, 5.ª ed., 2015, p. 196, n. 439, que considera a terminologia direitos administrativos pouco feliz e distingue, ao invés, de acordo com a sua função, direitos de participação, direitos de controlo e direitos patrimoniais.

¹⁸ COUTINHO DE ABREU, *ibidem*, p. 196, n. 439, esclarece que nessa referência estão em causa direitos diretamente patrimoniais, que correspondem aos direitos patrimoniais a que as classificações dos direitos sociais se referem. É que, como refere o citado A., *ibidem*, os direitos de participação e de controlo (mas o mesmo valendo para os denominados, pela

n.º 5 do art. 341.º, na dicotomia direitos de natureza não patrimonial *versus* direitos de natureza patrimonial, estará em causa a diferenciação entre direitos sem conteúdo imediatamente¹⁹ patrimonial²⁰ e direitos com conteúdo patrimonial imediato ou de natureza diretamente patrimonial.

Ao abrigo do antigo n.º 3 do art. 341.º, alguma doutrina (minoritária) negava aos acionistas preferenciais sem direito de voto a titularidade de alguns direitos administrativos ou políticos exercitáveis no âmbito das assembleias gerais (nomeadamente, o direito a requerer a convocação da assembleia geral – cfr. art. 375.º, 2 – e a inclusão de assuntos na ordem do dia – cfr. art. 378.º, 1 –, o direito de nela fazer propostas – cfr. arts. 379.º, 2 e 3, 343.º –, e o direito a pedir informações – cfr. art. 290.º, 1). Tais direitos de natureza não patrimonial assistem, tal como já subscrevêramos²¹ com apoio na posição maioritária, aos acionistas preferenciais sem direito de voto. Mas à modificação da redação do antigo n.º 3 do art. 341.º não pode ter estado subjacente esta mera “clarificação” do âmbito dos direitos administrativos cabíveis aos acionistas preferenciais sem direito de voto. A nova roupagem textual, envergada pelo correspondente e atual n.º 5 do art. 341.º, seria infeliz, se este tivesse sido o propósito legislativo, porquanto vai mais além, na medida em que, numa interpretação *a contrario* da expressão usada “(...conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial, com exceção do direito de voto)”, a nova redação redundaria em privar os acionistas preferenciais sem direito de voto da titularidade de todos os direitos de natureza (diretamente) patrimonial, com exceção dos direitos patrimoniais consignados nos n.ºs 2 a 4 do mesmo art. 341.º. São exemplos de direitos de natureza patrimonial (imediata) legalmente estabelecidos para as ações em geral, o direito a quinhão nos lucros (cfr. arts. 21.º, 1, *a*), 294.º), o direito legal de preferência na subscrição de novas ações em aumento de capital por entradas em dinheiro²² (cfr. art. 458.º), o direito à quota ou lucro de liquidação (cfr. arts. 21.º, 1, *a*), 156.º, 4).

generalidade da doutrina, direitos administrativos) “são também – indiretamente, embora – patrimoniais”.

¹⁹ Referindo-se a uma fronteira ténue entre direitos com conteúdo patrimonial imediato e sem conteúdo imediatamente patrimonial, a respeito da classificação do direito legal de preferência, v. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comerciais*, Almedina, 5.ª ed., 2012, p. 306; v. ainda *infra* a n. 22.

²⁰ Abrangendo os chamados direitos administrativos (ou políticos) ou, segundo outra terminologia, direitos de participação e direitos de controlo.

²¹ V. o nosso “Artigo 341.º”, em *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 670.

²² Não obstante associar o direito de preferência aos direitos de conteúdo patrimonial, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades* cit., p. 307, considera que não pode deixar de

Em face da nova redação do n.º 5 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto não compreendem quaisquer direitos com conteúdo patrimonial imediato legalmente consagrados para as ações em geral, com exceção dos direitos patrimoniais nos termos constantes dos n.ºs 2 a 4 do mesmo dispositivo. Assim, as ações preferenciais sem direito de voto ditas “clássicas” conferem o direito ao dividendo prioritário ou ao dividendo adicional e prioritário e ao reembolso prioritário do seu valor, conforme preceituado nos n.ºs 2 e 3 do art. 341.º. Além da prioridade no recebimento do dividendo, tais ações participam na distribuição dos lucros remanescentes, porquanto o direito ao dividendo “participante” resulta agora claramente confirmado pelo disposto no n.º 3 do art. 341.º e, igualmente, a *contario sensu* do n.º 4 do mesmo preceito, como ficou acima demonstrado. Podemos concluir, por conseguinte, que, quanto a estas ações sem direito de voto “clássicas”, o direito a quinhão nos lucros é-lhes inerente. A nível patrimonial gozam ainda do direito prioritário ao reembolso do valor das ações. Não obstante o direito prioritário ao reembolso do valor das ações preferenciais sem direito de voto “clássicas” atribuir uma prioridade no recebimento do reembolso do valor das ações face aos demais acionistas, os titulares de tais ações preferenciais sem direito de voto estão, contudo, perante a nova redação do n.º 5 do art. 341.º, excluídos de participar no lucro final ou de liquidação (cfr. art. 156.º, 4), em igualdade de condições com os demais acionistas, depois de reembolsado com prioridade o valor das ações preferenciais sem direito de voto e, seguidamente, o valor das demais ações; gozam apenas do direito prioritário ao reembolso do valor das respetivas ações, o que redundará em beneficiar as demais ações, uma vez que o saldo ou lucro final de liquidação (se o houver) é repartido apenas entre estas últimas ações. O n.º 5 do art. 341.º afasta a norma geral do n.º 4 do art. 156.º.

As ações preferenciais sem direito de voto ditas “de nova geração”, consoante a sua configuração estatutária, podem conferir apenas o direito ao dividendo prioritário (e não também necessariamente o direito ao dividendo participante nos lucros remanescentes), nos termos do n.º 4 do art. 341.º, sendo privadas de todos os demais direitos de natureza patrimonial (imediata).

Nesta conformidade, com exceção dos direitos de natureza patrimonial, nos termos dos n.ºs 2 a 4 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto (independentemente da sua configuração) estão privadas de todos os direitos de conteúdo patrimonial. É o caso do direito legal

reconhecer-se-lhe características que o enquadram também nos direitos de conteúdo não imediatamente patrimonial.

de preferência na subscrição de novas ações em aumento de capital por entradas em dinheiro (cfr. art. 458.º). Antes da entrada em vigor da nova redação do n.º 5 do art. 341.º, no caso de aumento do capital por novas entradas em dinheiro, os acionistas sem direito de voto tinham direito de preferência na subscrição de ações ordinárias, o que poderia implicar a diluição ou a modificação dos equilíbrios e relações de poder existente no interior da sociedade. Para obviar à diluição da participação relativa dos acionistas ordinários no capital social, através do enfraquecimento da sua força ou poder de voto na medida em que os acionistas sem direito de voto exercessem o seu direito de preferência na subscrição das ações ordinárias, alguma doutrina defendia a interpretação restritiva do n.º 4 do art. 458.º, ainda que com algumas nuances distintas entre os autores, tendo nós proposto a exclusão do direito de preferência de 1.º grau dos acionistas preferenciais sem direito de voto em relação às novas ações ordinárias, quando emitidas conjuntamente com novas ações sem direito de voto com os mesmos direitos²³ e deveres das ações sem direito de voto já existentes.²⁴ A exclusão do direito legal de preferência, que se retira da letra do n.º 5 do art. 341.º, permite atingir o resultado a que chegam as interpretações restritivas do n.º 4 do art. 458.º, bem assim a que chega a solução por nós proposta. Porém, decorrendo do n.º 5 do art. 341.º uma supressão total do direito abstrato de preferência, independentemente da categoria de ações emitidas (ações ordinárias ou de categoria especial), e impedindo não apenas o exercício da preferência em 1.º, mas também em 2.º grau, uma tal exclusão é de duvidosa legalidade em face das condições de que depende a limitação ou supressão do direito de preferência em concreto, nos termos consignados no art. 460.º.

Por fim, o anterior n.º 4 do art. 341.º passou a ser o seu n.º 6, tendo apenas sofrido um aperfeiçoamento quanto à enunciação jurídica do instituto que agora se denomina de ações preferenciais sem *direito de voto*.

ARTIGO 342.º

Falta de pagamento do dividendo prioritário

1 – Se os lucros distribuíveis ou o ativo de liquidação não forem suficientes para satisfazer o pagamento do dividendo prioritário de determinado exercício, ou o reembolso do valor nominal ou do valor de emissão das ações, ~~nos~~

²³ Pese embora a emissão de novas ações sem direito de voto ter por consequência a oneração das responsabilidades da sociedade com o pagamento do dividendo prioritário.

²⁴ Sobre estes aspetos, v. o nosso "Artigo 341.º", em *Código das Sociedades* cit., vol. V, p. 623-632.

termos previstos no n.º 2 do artigo 341.º, são respetivamente, são os mesmos repartidos proporcionalmente pelas ações preferenciais sem direito de voto.

2 – O dividendo prioritário que não for integralmente pago num determinado exercício social deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis, sem prejuízo do disposto no n.º 4 e de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior.

3 – Se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante dois exercícios sociais, as ações preferenciais passam a conferir o direito de voto, nos mesmos termos que as ações ordinárias, e só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso, sem prejuízo do disposto no número seguinte.

4 – O contrato de sociedade pode, relativamente às ações preferenciais sem direito de voto que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado:

a) Afastar ou regular de forma diversa do previsto no n.º 2 o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício;

b) Prever que o dividendo prioritário correspondente a exercícios em que não tenham sido gerados lucros distribuíveis seja considerado perdido;

c) Prever que as ações preferenciais se convertam em ações ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário;

d) Prever um número de exercícios sociais diverso do previsto no número anterior, mas não superior a cinco exercícios para efeitos de atribuição de direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário.

5 – Existindo lucros distribuíveis, a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento do dividendo prioritário, sendo o direito ao recebimento deste último suscetível de execução específica.

6 – Enquanto as ações preferenciais gozarem do direito de voto, não se aplica o disposto no n.º 6 do artigo 341.º, n.º 4 anterior.

O Decreto-Lei n.º 26/2015 aditou dois novos n.ºs ao art. 342.º, os n.ºs 4 e 5. O atual n.º 6 deve-se à autonomização da parte final do anterior n.º 3.

O redação do n.º 1 sofreu algumas modificações, mas que correspondem a um aperfeiçoamento da formulação jurídica (mediante o acrescento de texto “prioritário de determinado exercício, ou o reembolso”) ou linguística (mediante os acrescentos “respetivamente”, “os mesmos”) e a uma adaptação exigida pelo aditamento dos n.ºs 3 e 4 ao art. 341.º (através da eliminação do texto “nos termos previstos no n.º 2 do artigo

341.º). Tais modificações não trazem qualquer alteração substancial ao respetivo conteúdo normativo.

As modificações de redação do n.º 2 respeitam a um aperfeiçoamento da formulação jurídica (mediante os acrescentos de texto “integralmente²⁵”, “determinado”) e a uma adaptação imposta pelo aditamento do n.º 4 ao mesmo preceito (através do acrescento “sem prejuízo do disposto no n.º 4 e de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior”). Em si não implicam qualquer alteração normativa, senão pelas implicações que as alíneas a) – ao abrigo da qual o pacto social pode inclusive determinar um número de exercícios superior a três –, b) e c) do novo n.º 4 podem ter para o regime de cumulação do dividendo prioritário anual não pago que o n.º 2 prevê.

O texto do n.º 3 recebeu o acrescento “sem prejuízo do disposto no número seguinte”, imposto pela adaptação requerida ao novo n.º 4, salvaguardando, assim, a previsão estatutária, ao abrigo das alíneas b), c) e d) desse n.º 4, de um regime diverso de (re)aquisição do direito de voto em caso de incumprimento do pagamento do dividendo prioritário e/ou da conversão em ações ordinárias.

O aditado n.º 4 do 342.º complementa o previsto no também introduzido n.º 4 do art. 341.º. Pode dizer-se que ambos os preceitos prevêm globalmente a possibilidade de configuração estatutária de um regime diferente daquele que rege as ações preferenciais sem direito de voto ditas “clássicas”. Dada a descaraterização do instituto das ações preferenciais sem direito de voto que ambos os preceitos comportam, as ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, configuradas ao abrigo de ambos os preceitos, estão sujeitas a restrições quanto ao universo potencial de investidores que as podem subscrever. Com efeito, de acordo com a 1.ª parte do aditado n.º 4 do art. 342.º (bem assim da 1.ª parte do novo n.º 4 do art. 341.º), o contrato de sociedade pode criar tais ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, contanto que *“sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado”*. Valem as mesmas considerações tecidas acima, a propósito do n.º 4 do art. 341.º. Assim, os sujeitos destinatários da emissão de tais ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” são unicamente os investidores qualificados, na aceção do art. 30.º do CódMVM. A emissão das ações (inicialmente, no momento constitutivo da sociedade, ou posteriormente em aumento de capital) tem, portanto, de ser subscrita (adquirida originariamente em mercado primário) na

²⁵ Este vocábulo constava já do n.º 3 do art. 342.º.

sua totalidade por investidores qualificados. Ademais veda-se a admissão à negociação em mercado regulamentado (por iniciativa do emitente ou de outrem, como sejam os titulares dessas ações preferenciais) de tais ações.

Analisemos as alíneas do n.º 4 do art. 342.º, que vêm permitir configurar um regime assaz diverso do previsto nos n.ºs 2 e 3 do mesmo dispositivo.

a) *Afastar ou regular de forma diversa do previsto no n.º 2 o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício.*

O n.º 2 consagra um regime de dividendo cumulativo temporalmente limitado (ou parcial), segundo o qual o dividendo prioritário não integralmente pago (não sendo, portanto, bastante que seja pago apenas em parte), no exercício social em que era devido, por falta de lucros distribuíveis, acresce ao dividendo prioritário dos exercícios posteriores até ao limite, no *mínimo*, de três. O dividendo prioritário anual não pago deve, assim, ser prioritariamente pago com os lucros distribuíveis apurados nos três exercícios seguintes.²⁶ Decorridos três exercícios sobre o exercício social em que o dividendo prioritário não for pago, sem que tenham sido gerados lucros distribuíveis suficientes, o dividendo não pago entretanto cumulado extingue-se.

Ao abrigo da alínea a), o pacto social pode pura e simplesmente afastar o caráter cumulativo do dividendo prioritário não pago no final do exercício, como pode apenas afastar em parte o regime da cumulação (p. ex., prevendo um número de exercícios inferior a três) e/ou regulá-lo de forma diferente (p. ex., estipulando um número de exercícios superior a três ou mesmo a eliminação do prazo de três exercícios²⁷; prevendo que apenas é cumulável 50% do dividendo prioritário anual não pago).

b) *Prever que o dividendo prioritário correspondente a exercícios em que não tenham sido gerados lucros distribuíveis seja considerado perdido.*

Permitindo-se estipular nos estatutos que, não sendo gerados lucros de exercício distribuíveis, nos termos dos arts. 32.º e 33.º²⁸, o dividendo prioritário devido nesses exercícios se considera perdido (extinto), esta alínea b) admite a exclusão estatutária do caráter cumulativo do dividendo, que também é já admitida ao abrigo da alínea a). Com efeito, esta alí-

²⁶ Mais desenvolvidamente, v. o nosso “Artigo 342.º”, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), Almedina, vol. V, p. 691-694.

²⁷ Sem prejuízo de os dividendos prescreverem no prazo de 5 anos – cfr. art. 310.º, d) do CC..

²⁸ Cfr. art. 341.º, 2.

nea b) é uma concretização do amplo âmbito de modelação do regime de cumulação do dividendo prioritário admitido pela alínea a).

c) *Prever que as ações preferenciais se convertam em ações ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário.*

A alínea c) admite que os estatutos subordinem a conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias a um facto futuro e incerto, a deterioração da situação financeira da sociedade que impossibilite o pagamento integral do dividendo prioritário. Permite a sujeição da conversão em ações ordinárias a uma condição suspensiva²⁹ (da conversão); os estatutos poderão descrever com maior ou menor pormenor as situações que preenchem o conceito económico-financeiro de “deterioração da situação financeira que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário”. As condições da emissão especificarão as circunstâncias em que a conversão em ações ordinárias se opera: p. ex., que a verificação dos factos futuros e incertos estipulados produzem automaticamente a conversão em ações ordinárias (chamada de “conversão automática”), ou que, perante a verificação dos factos futuros e incertos descritos, a assembleia geral pode deliberar por maioria simples a conversão em ações ordinárias (denominada de “conversão forçada”).³⁰

A conversão das ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias implica a supressão do dividendo prioritário atribuído nos termos do n.º 4 do art. 341.º. Porém, a condição suspensiva da conversão em ações ordinárias apenas pode ter eficácia *ex nunc* em relação ao dividendo prioritário que esteja em atraso, continuando a sociedade a estar obrigada à sua total liquidação, salvo se o regime de dividendo prioritário cumulativo, previsto no n.º 2 do art. 342.º, tiver sido afastado ou regulado de forma diversa (incluindo-se a previsão de que seja considerado perdido quando não tenham sido gerados lucros distribuíveis), nos termos das alíneas a) e b) do n.º 4 d art. 342.º.

d) *Prever um número de exercícios sociais diverso do previsto no número anterior, mas não superior a cinco exercícios para efeitos de atribuição de direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário.*

²⁹ Cfr. art. 270.º do CC..

³⁰ Sobre as formas de conversão referidas, v. o nosso “Artigo 344.º”, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), Almedina, vol. V, 2012, p. 710, n. 18, e 712, n. 27.

Esta alínea d) admite que os estatutos fixem um número de exercícios sociais inferior ou superior a dois exercícios, mas não superior a cinco exercícios, para efeitos da (re)atribuição do direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário. Com efeito, o número anterior, n.º 3 do art. 342.º, prescreve com carácter imperativo que o direito de voto renasce (temporariamente), quando o dividendo prioritário anual não for pago, pelo menos em parte, em certo ano e, por sua vez, este não for saldado o mais tardar no ano seguinte e/ou, por outro lado, o dividendo prioritário do ano seguinte não for cumprido integralmente.

Esta alínea admite assim protelar estatutariamente a (re)aquisição do direito de voto até ao máximo de cinco exercícios sociais; nesse caso, só se o dividendo prioritário não for pago integralmente durante cinco exercícios é que as ações preferenciais sem direito de voto passam a conferir o direito de voto, nos mesmos termos que as ações ordinárias, e só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso. A sociedade emitente de ações preferenciais sem direito de voto assume, por conseguinte, menores riscos ao nível das relações de poder ou força de voto no caso de agravamento da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário durante alguns exercícios.

A 1.ª parte do aditado n.º 5 do art. 342.º vem clarificar a obrigatoriedade³¹ de pagamento do dividendo prioritário, incluindo o que esteja em atraso, desde que existam lucros distribuíveis, como nos parecia resultar já claramente dos n.ºs 1 e 2 (“deve ser pago”) do art. 342.º. Existindo lucros distribuíveis, não podem os acionistas deliberar a retenção de fundos distribuíveis necessários à satisfação integral do dividendo prioritário, incluindo o que esteja em atraso, levando-os a reservas livres. A deliberação de aplicação de resultados deve contemplar a atribuição do dividendo prioritário que seja devido.

A 2.ª parte do novo n.º 5 vem consagrar expressamente³² a suscetibilidade de recurso à execução específica da deliberação social de distribuição de lucros ilegalmente omitida, ao abrigo do art. 830.º do CCiv.. Este expediente jurídico assegura o conteúdo útil do direito de crédito ao

³¹ A redação da 1.ª parte do novo n.º 5 do art. 341.º parece ter recebido a influência do art. 99.2 da Ley de Sociedades de Capital espanhola, que transcrevemos: “Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior.”

³² Admitia já a execução específica da deliberação de distribuição de resultados, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades* cit., p. 409-410. Em sentido próximo, OSÓRIO DE CASTRO, “Ações preferências sem voto”, *Problemas de direito das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, p. 305, n. 64.

dividendo prioritário, que não pode estar dependente de deliberação de distribuição de resultados adotada pelos acionistas. Omitida ilegalmente a deliberação de aplicação de resultados que atribua o dividendo prioritário devido, cujo pagamento é obrigatório e não dependente da vontade majoritária dos acionistas, pode obter-se sentença que produza os efeitos da deliberação social em falta.

O n.º 6 resultou de um desdobramento do anterior n.º 3, cuja parte final foi agora autonomizada no novo n.º 6, como se referiu acima. Apenas há a referir a adaptação da redação em face da renumeração do anterior n.º 4 do art. 341.º, que corresponde atualmente ao n.º 6 do mesmo art. 341.º.

ARTIGO 343.º

Participação na assembleia geral

1 – Se o contrato de sociedade não permitir que os acionistas sem direito de voto participem na assembleia geral, os titulares de ações preferenciais sem direito de voto de uma mesma emissão são representados na assembleia por um deles.

2 – À designação e destituição do representante comum aplica-se, com as necessárias adaptações, o disposto no artigo 358º.

Apenas há a referir o aperfeiçoamento da formulação jurídica do instituto que agora passa a designar-se de ações preferenciais sem *direito de* voto.

ARTIGO 344.º

Conversão de ações

1 – As ações ordinárias podem ser convertidas em ações preferenciais sem direito de voto, mediante deliberação da assembleia geral, observando-se o disposto ~~nos artigos 24.º no artigo 24.º, 341º no n.º 1 do artigo 341.º e no artigo 389.º, n.º 1, e 389º.~~ A devendo tal deliberação ~~deve ser~~ publicada.

2 – A conversão prevista no n.º 1 faz-se a requerimento dos acionistas interessados, no período fixado pela deliberação, não inferior a 90 dias a contar da publicação desta, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento.

A redação do n.º 1 sofreu algumas modificações, mas que correspondem a um mero aperfeiçoamento da formulação jurídica do instituto e a uma reformulação textual, não comportando qualquer alteração substancial ao respetivo conteúdo normativo.

Ações preferenciais de outros tipos

O disposto na presente secção não impede a sociedade de, nos termos dos artigos 24.º e 302.º, emitir ações que confiram ordinariamente direitos de voto e disponham de dividendo prioritário ou outros direitos especiais que estejam expressamente previstos no contrato de sociedade.

O novo art. 344.º-A vem expressamente confirmar a possibilidade de criação de ações às quais seja atribuído estatutariamente (cfr. art. 24.º, 1 e 4) o direito a um dividendo prioritário sem que tenha de ser concomitantemente excluído o direito de voto. O entendimento de que a atribuição do direito especial a um dividendo prioritário não é privativa das ações preferenciais sem direito de voto já resultaria do disposto no art. 302.º, 1, que apenas se limita a exemplificar a heterogeneidade de direitos sociais que podem ser conferidos às ações. A atribuição do direito a um dividendo prioritário (era e) é sim *conditio sine qua non* da privação do direito de voto (cfr. arts. 341.º, 2 a 4, 342.º), ou seja, constitui um direito especial de natureza patrimonial (conjuntamente com o direito prioritário ao reembolso do valor das ações, nos termos do n.º 2 do art. 341.º) que caracteriza o regime imperativo das ações preferenciais sem direito de voto.

Entre os direitos legalmente (ordinariamente) estabelecidos para as ações em geral está o direito de voto e o direito a quinhão nos lucros, além de outros (cfr. art. 21.º), podendo o pacto social instituir direitos especiais de caráter patrimonial, incluindo o direito a um dividendo prioritário, que poderá ser regulado livremente nos estatutos e nas condições de emissão, de acordo com o disposto nos arts. 24.º, 1 e 4, 302.º, 1, e agora também no novo art. 344.º-A, sem ter de corresponder ao regime do dividendo prioritário estatuído para as ações preferenciais sem direito de voto, constante dos arts. 341.º, 2 a 4, 342.º.

Relativamente à atribuição estatutária de “outros direitos especiais” a ações que gozem do direito de voto, nada de novo traz o art. 344.º-A em face do disposto nos arts. 24.º, 1 e 4, e 302.º, 1. As ações em geral compreendem legalmente (ordinariamente) o direito de voto, além de outros (cfr. art. 21.º), podendo o pacto social conferir-lhes outros direitos diversos dos que tipicamente lhes são inerentes, ao abrigo dos arts. 24.º, 1 e 4, e 302.º, 1 e agora também do novo art. 344.º-A.

O único caráter inovador que encontramos no novo art. 344.º-A respeita à classificação legal das ações que conferem o direito a um dividendo prioritário ou outros direitos especiais: são ações preferenciais. A expressão “ações preferenciais” passa a designar as ações de uma categoria especial que compreendem os mesmos direitos especiais, incluindo

eventualmente o direito a um dividendo prioritário, podendo ou não ser desprovidas do direito de voto. As ações que compreendem mais direitos do que os legalmente estatuídos para as ações em geral são denominadas pela doutrina, de ações privilegiadas (ainda que atípicas, pois apenas estão expressamente previstas e reguladas as ações preferenciais sem direito de voto e as ações preferenciais remíveis); agora são, à face da lei, ações preferenciais (com direito de voto) de outro tipo.

Com efeito, as ações preferenciais sem direito de voto ditas “clássicas” compreendem mais direitos (pelo menos os direitos especiais de natureza patrimonial, nos termos constantes dos arts. 341.º, 2 e 3, e 342.º, 2 e 3) e menos direitos (de natureza política, nomeadamente o direito de voto, sem prejuízo do disposto no art. 343.º, 1, e de natureza patrimonial, por efeito do art. 341.º, 5, em face da nova redação deste) do que os legalmente estatuídos para as ações em geral. As ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” conferem, em princípio, menos direitos do que os tipicamente inerentes às ações em geral; na verdade, atribuem menos direitos de natureza patrimonial, porquanto apenas conferem, no mínimo, o direito prioritário ao dividendo, nos termos consignados no n.º 4 do art. 341.º, que é um “direito especial”, mas que não assegura necessariamente uma vantagem quanto ao direito a quinhão nos lucros sociais.

De acordo com a nova classificação legal, as ações preferenciais correspondem a uma categoria especial de ações geral ou genérica, contanto que atribuam os mesmos direitos especiais, incluindo-se eventualmente o direito a um dividendo prioritário; as ações preferenciais abrangem, se se pode dizer em termos simplistas, dois tipos, as ações preferenciais com direito de voto e as ações preferenciais sem direito de voto: dentro do tipo ações preferenciais sem direito de voto, é possível diferenciar dois subtipos, as ações preferenciais sem direito de voto “clássicas” e as ações preferenciais sem direito de voto de “nova geração”.

2. As alterações às ações preferenciais remíveis

SECÇÃO VI

Ações preferenciais remíveis

ARTIGO 345.º

Ações preferenciais remíveis

1 – Se o contrato de sociedade o autorizar, as ações que beneficiem de algum privilégio patrimonial, ainda que não tenham direito de voto, podem,

na sua emissão, ficar sujeitas a remição em data fixa ou quando a assembleia geral o deliberar.

2 – As referidas ações deverão ser remidas em conformidade com as disposições do contrato, sem prejuízo das regras impostas nos números seguintes.

3 – As ações devem estar inteiramente liberadas antes de serem remidas.

4 – A remição é feita pelo valor nominal das ações ou, na falta de valor nominal, pelo seu valor de emissão, salvo se o contrato de sociedade prever a concessão de um prémio.

5 – A contrapartida da remição de ações, incluindo o prémio, só pode ser retirada de fundos que, nos termos do artigo 32.º e artigo 33.º, possam ser distribuídos aos acionistas.

6 – ~~A partir da remição é feita pelo, uma importância igual ao valor nominal das ações remidas ou, na falta de valor nominal, pelo seu valor de emissão, salvo se o contrato de sociedade prever a concessão de um prémio. igual ao valor de emissão, deve ser levada a uma reserva especial, que só pode ser utilizada para incorporação no capital social, sem prejuízo da sua eliminação no caso de o capital ser reduzido.~~

7 – A remição de ações não importa redução do capital e, salvo disposição contrária do contrato de sociedade, podem ser emitidas por deliberação da assembleia geral novas ações da mesma espécie em substituição das ações remidas.

8 – A deliberação de remição de ações está sujeita a registo e publicação.

9 – O contrato de sociedade pode prever sanções para o incumprimento pela sociedade da obrigação de remir na data nele fixada.

10 – Na falta de disposição contratual, qualquer titular dessas ações pode requerer a dissolução da sociedade por via administrativa, depois de passado um ano sobre aquela data sem a data em que a obrigação de remir deveria ter sido cumprida sem que a remição ter tenha sido efetuada.

O Decreto-Lei n.º 26/2015 clarificou³³ que também as ações preferenciais sem direito de voto podem ser sujeitas, na sua emissão, a remição. Este é o sentido do acrescento (“ainda que não tenham direito de voto”) ao texto do n.º 1. Com efeito, nos termos dos n.ºs 2 e 3 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto beneficiam de privilégios patrimoniais, nomeadamente um direito prioritário ao dividendo e ao reembolso do valor das ações. Quanto ao dividendo prioritário instituído nos termos do n.º 4 do art. 341.º, formalmente apresenta-se como um privilégio

³³ Ainda que já resultasse da anterior redação do n.º 1 do art. 345.º – v. o nosso “Artigo 345.º”, em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. de Coutinho de Abreu), Almedina, vol. V, 2012, p. 722-723.

patrimonial, mas em termos substanciais, consoante a sua configuração, pode redundar em menos dividendo do que aquele que corresponderia no exercício do direito geral a quinhão nos lucros (cfr. arts. 21.º, 1, a), 22.º, 1, 294.º).

Os n.ºs 4 e 6 foram objeto de mera correção, porquanto por lapso manifesto, o DL 49/2010, de 19 de maio, não obstante pretender alterar o n.º 4 do art. 345.º, adaptando-o à receção interna das ações sem valor nominal, alterara o n.º 6. Tivemos oportunidade de apontar essa falha manifesta, tendo-se dado por alterado o n.º 4 e não o n.º 6, pelo que considerámos a redação dada pelo DL 49/2010 ao n.º 6 como antes correspondendo ao n.º 4³⁴. O Decreto-Lei n.º 26/2015 aproveitou para corrigir esse lapso e também para adaptar o próprio n.º 6 às ações sem valor nominal.

O texto do n.º 10 recebeu o acréscimo “em que a obrigação de remir deveria ter sido cumprida” e sofreu uma adaptação gramatical da redação anterior apenas na medida do necessário a incorporar esse aditamento de texto. Tais modificações trazem um aperfeiçoamento da enunciação normativa do preceito, mas não envolvem qualquer alteração ao seu conteúdo normativo. O incumprimento previsto no n.º 10 corresponde ao incumprimento da obrigação (da sociedade) de remir as ações e não ao incumprimento (pelos administradores) da obrigação de pagar a contrapartida da remição, uma vez deliberada a remição³⁵; a não ser que a alteração da redação do n.º 10 tenha tido por fim clarificar este aspeto de regime.

3. Conclusão

As ações preferenciais sem direito de voto passam a abranger as ações preferenciais sem direito de voto até agora reguladas nos arts. 341.º a 344.º, a que, por facilidade de expressão, nos referimos como ações sem direito de voto “clássicas”, e as ações preferenciais sem direito de voto restritas à subscrição por investidores qualificados, não podendo ser admitidas à negociação em mercado regulamentado, que podem ser configuradas ou modeladas estatutariamente nos termos dos n.ºs 4 dos arts. 341.º e 342.º e que denominamos, por comodidade de exposição, de ações sem direito de voto “de nova geração”.

³⁴ V. o nosso “Artigo 345.º”, *ibidem*, p. 717; sobre a atual redação do n.º 4, p. 726-727; sobre a atual redação do n.º 6, p. 736-737.

³⁵ Assim, em o nosso “Artigo 345.º”, em *Código das Sociedades* cit., p. 738.

Quanto às ações preferenciais sem direito de voto “clássicas”, a principal alteração respeita às implicações que podem ser retiradas de uma interpretação literal da redação conferida ao n.º 5 do art. 341.º (anteriormente n.º 3 do art. 341.º), nomeadamente a supressão total do direito abstrato de preferência na subscrição de aumento de capital por entradas em dinheiro, cuja legalidade é duvidosa.

No que respeita às ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, as amplas possibilidades de configuração ou modelação do seu regime – ao nível do dividendo prioritário, da (não) cumulação do dividendo prioritário não pago por falta de lucros de exercício distribuíveis, da convertibilidade em ações ordinárias perante a deterioração da situação financeira da sociedade, e do protelamento da (re)aquisição do direito de voto no caso de incumprimento do pagamento do dividendo prioritário – afastam a rigidez do regime geral (das ações sem direito de voto “clássicas”), permitindo diminuir os encargos financeiros com o dividendo prioritário (através da configuração do regime do dividendo prioritário e da sujeição à conversão em ações ordinárias sobrevindo um agravamento da situação financeira) e minorar os riscos de alteração das relações de poder ou força de voto no interior da sociedade por falta de pagamento do dividendo prioritário (através do adiamento da (re)atribuição do direito de voto). As ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” poderão, consoante a sua configuração, aproximar-se das obrigações (que podem igualmente ser convertíveis em ações), sem prejuízo de as suas características predominantes serem ainda a de participações sociais (ações). Todavia, consoante a sua modelação contratual, podem configurar-se participações sociais (ações) fortemente “diminuídas” (conferindo menos direitos dos que os tipicamente inerentes às ações em geral).

RESUMO: O presente estudo visa estabelecer o quadro analítico aplicável a situações de alteração de controlo sobre sociedades abertas, com base numa linha interpretativa do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários conforme à *ratio legis* do regime das OPAs obrigatórias. São objeto de tratamento individualizado os casos de interposição de sociedade na cadeia de domínio de sociedade aberta e de conversão de uma situação de controlo conjunto em controlo singular.

Palavras-chave: Imputação de direitos de voto; Participações qualificadas; Ofertas públicas de aquisição; Dever de lançamento de oferta pública de aquisição.

ABSTRACT: The present essay aims to establish the analytical framework applicable to situations of change of control in public companies, grounding such framework on an interpretation of article 20 of the Portuguese Securities Code in accordance with the *ratio legis* of the mandatory bids regime. The essay further addresses the specific cases of interposition of a company in the chain of control of a public company and of conversion of joint control into singular control.

Keywords: Attribution of voting rights; Qualified holdings; Takeovers; Mandatory bid rule.

DIOGO TAVARES*

Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA**

1. Introdução

Um número significativo de sociedades abertas¹ sujeitas a lei pessoal portuguesa e com ações admitidas à negociação em mercado regulamen-

* Advogado
(Uría Menéndez –
Proença de Carvalho)

** O presente estudo foi preparado no âmbito do XVIII Curso de Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários, organizado pelo Instituto dos Valores Mobiliários (ano letivo 2013/2014). As opiniões aqui expressas são-no a título exclusivamente pessoal.

¹ Nos termos do artigo 13.º n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários (Cód.VM), considera-se sociedade com o capital aberto ao investimento do público (abreviadamente, sociedade aberta): “a) A sociedade que se tenha constituído através de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; b) A sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confira direito à subscrição ou à aquisição de ações que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; c) A sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confira direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal; d)

tado situado ou a operar em Portugal são já controladas² por uma pessoa ou por um conjunto de pessoas (singulares ou coletivas). Nalguns desses casos, a tomada de controlo não levou à constituição da(s) pessoa(s) em questão no dever de lançamento de oferta pública de aquisição (OPA) nos termos do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM, nem foi precedida de lançamento de OPA geral e voluntária que cumprisse os requisitos de contrapartida de OPA obrigatória, na medida em que ocorreu em período prévio à qualificação da sociedade em questão como aberta, ou na sequência de uma fusão³.

Enquanto a estrutura de controlo dessas sociedades se mantiver substancialmente inalterada, nada haverá a considerar em termos de OPA obrigatória. No entanto, caso essa mesma estrutura de controlo sofra alterações, seja nomeadamente porque (i) uma nova sociedade foi introduzida na cadeia de controlo ou porque (ii) se passou de uma situação de controlo conjunto para uma situação de controlo singular, levanta-se a questão de saber se essa mudança constitui algum dos envolvidos no dever de lançamento de OPA.

O presente estudo visa assim, em primeiro lugar, estabelecer os pressupostos que devem presidir à análise de uma situação de alteração de controlo sobre sociedade aberta, no que respeita à aferição da constituição de algum dos envolvidos no dever de lançamento de OPA e, em segundo lugar, proceder à aplicação desses mesmos pressupostos na análise de duas situações específicas de alteração de controlo que, atendendo a certos desenvolvimentos recentes verificados no mercado do controlo societário português, se têm por relevantes para estes efeitos.

Procede-se então no capítulo seguinte ao enquadramento da temática das alterações de controlo por via da exposição do regime das OPAs obrigatórias, sendo este regime por sua vez enquadrado no âmbito mais vasto da regulação das ofertas públicas em geral. No capítulo 3 será abordada a imputação de direitos de voto no Cód.VM, matéria central para a concreta

A sociedade emitente de ações que tenham sido alienadas em oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10% do capital social dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; e) A sociedade resultante de cisão de uma sociedade aberta ou que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do seu património".

² No presente estudo e para efeitos do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, quando não associadas a uma disposição legal específica, as palavras *controlo* e *domínio* serão utilizadas indistintamente.

³ No primeiro caso o dever de lançamento de OPA não se chega a constituir, na medida em que o regime das OPAs obrigatórias apenas visa acautelar alterações de controlo sobre sociedades abertas, ao passo que no segundo caso o dever constitui-se mas o obrigado beneficia de exceção decorrente da lei.

aferição das consequências jurídicas de uma alteração de controlo sobre sociedade aberta. No capítulo 4, pondo em prática as conclusões dos capítulos anteriores, serão analisadas as duas situações específicas de alteração de controlo que se têm por relevantes para estes efeitos. Finalmente, no capítulo 5, serão apresentadas as conclusões do presente estudo.

2. O dever de lançamento de OPA

2.1. As ofertas públicas em geral

As ofertas públicas vêm reguladas no Título III do Cód.VM (*Ofertas públicas*), mais precisamente nos artigos 108.º a 197.º. Este Título contém disposições comuns transversais às diferentes modalidades de oferta pública (artigos 108.º a 155.º), bem como disposições específicas aplicáveis a cada uma dessas modalidades (artigos 159.º a 193.º).

O conceito de oferta pública, central para a determinação da aplicação do regime das ofertas públicas a uma determinada proposta contratual relativa à subscrição, aquisição ou alienação de valores mobiliários, é tratado no artigo 109.º do Cód.VM, cujo n.º 1 estabelece que *“Considera-se pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados”*. As alíneas a) e c) do n.º 3 do mesmo preceito clarificam que também se considera pública, respetivamente, *“A oferta dirigida à generalidade dos acionistas de sociedade aberta”* e *“A oferta dirigida a, pelo menos, 150 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal”*.

No que respeita às suas diferentes modalidades, as ofertas públicas dividem-se em:

- (i) Ofertas públicas de distribuição, nas quais o emitente/oferente que impulsiona a oferta faz apelo a uma decisão de investimento dos destinatários da oferta, seja por via da subscrição de novos valores mobiliários em mercado primário – oferta pública de subscrição –, seja por via da aquisição em mercado secundário de valores mobiliários já emitidos – oferta pública de venda; e
- (ii) Ofertas públicas de aquisição, nas quais o oferente faz apelo a uma decisão de desinvestimento por parte dos destinatários da oferta e detentores dos valores mobiliários em questão, por via da sua alienação.

O facto de uma determinada oferta para subscrição, alienação ou aquisição de valores mobiliários ter como destinatários pessoas indeterminadas

das levou o legislador a intervir no sentido de assegurar que, num processo de formação da vontade que não é objeto de negociação entre as partes, essas pessoas tomam decisões de investimento livres e esclarecidas, sendo objeto de um tratamento considerado justo.

Essas preocupações estão na base de uma série de exigências legais impostas pelo regime das ofertas públicas, de entre as quais se destacam: (i) a obrigação de divulgar um prospeto que contenha toda a informação necessária para que os destinatários da oferta possam formar juízos fundados sobre a mesma⁴; (ii) o cumprimento de determinados requisitos a que deve obedecer a publicidade relativa a ofertas públicas, publicidade essa que está em todo o caso sujeita a aprovação prévia pela CMVM⁵; e (iii) o dever de contratar intermediário financeiro para prestar os serviços de assistência e colocação, nas ofertas públicas de distribuição, e os serviços de assistência e receção das declarações de aceitação, nas ofertas públicas de aquisição⁶, de modo a assegurar aos emitentes/oferecentes a adequada assessoria técnica no cumprimento dos deveres legais a que estão adstritos, nomeadamente ao nível da elaboração do prospeto.

Com o mesmo fundamento, retiram-se os seguintes princípios da legislação mobiliária relativa a ofertas públicas⁷: (i) igualdade de tratamento dos destinatários da oferta/investidores; e (ii) estabilidade da oferta.

O princípio da igualdade de tratamento dos destinatários da oferta visa assegurar-lhes, por um lado, uma simetria ao nível da informação prestada a propósito da oferta e, por outro lado, uma simetria ao nível dos respetivos termos e condições (*e.g.*, em matéria de preço), de modo a que possam tomar uma decisão de investimento (ou desinvestimento) livre, esclarecida e em condições de paridade. Para além das suas numerosas concretizações ao longo do regime das ofertas públicas, nomeadamente no artigo 112.º do Cód.VM, este princípio assume uma relevância fulcral em sede do regime das ofertas públicas de aquisição, estando na base, conforme se verá, da previsão do dever de lançamento de OPA verificadas determinadas circunstâncias, matéria central ao nível do presente estudo.

⁴ Cfr. artigo 134.º n.º 1 do Cód.VM, que estabelece que qualquer oferta pública de valores mobiliários deve ser precedida da divulgação de um prospeto (prevendo o n.º 2 deste preceito uma série de exceções a esta regra) e artigo 135.º n.º 1 do mesmo Código, que estabelece as linhas gerais relativas à informação que deve constar de um prospeto de oferta pública.

⁵ Cfr. artigo 121.º do Cód.VM.

⁶ Cfr. artigos 113.º e 337.º a 341.º do Cód.VM.

⁷ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2009, págs. 585 e seguintes.

Por sua vez, o princípio da estabilidade da oferta extrai-se de uma série de normas que visam estabilizar o conteúdo e o processo de uma oferta pública, garantindo em particular a sua previsibilidade e que os investidores têm tempo para ponderar a sua eventual decisão de investimento (ou desinvestimento)⁸.

É ainda de notar que os argumentos invocados a favor da regulação das ofertas públicas não têm todos como figura central a proteção dos investidores *per se*. É também entendido que a regulação das ofertas públicas, ao impor um processo de formação da vontade estável e transparente, garantindo ao mesmo tempo um tratamento igualitário aos investidores, promove a confiança destes no mercado de capitais. Essa confiança constituirá um incentivo à utilização do mercado de capitais como meio privilegiado de conversão de poupanças em investimento, o que proporcionará uma mais eficiente alocação de recursos na economia como um todo⁹.

Efetuada o devido enquadramento das ofertas públicas de aquisição enquanto modalidade de oferta pública, procede-se no subcapítulo seguinte ao enquadramento das ofertas públicas de aquisição obrigatórias enquanto modalidade das ofertas públicas de aquisição. Só então se entrará mais concretamente no regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, através do qual se procederá à análise das situações de alteração de controlo sobre sociedades abertas objeto do presente estudo.

2.2. As ofertas públicas de aquisição

As ofertas públicas de aquisição são uma das modalidades de oferta pública previstas no Cód.VM, sendo-lhes aplicáveis, por um lado, as disposições comuns do Capítulo I do Título III do Cód.VM, relativas às ofertas públicas em geral (artigos 108.º a 154.º) e, por outro lado, as disposições específicas constantes do Capítulo III do mesmo Título III do Cód.

⁸ A título de exemplo, o artigo 130.º do Cód.VM sobre a revogação da oferta.

⁹ Isso mesmo resulta, relativamente à regulação do mercado de capitais em geral, do artigo 353.º do Cód.VM, que estabelece na sua al. b) que a supervisão desenvolvida pela CMVM obedece, entre outros, ao princípio da eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros. No mesmo sentido, no que respeita também à regulação do mercado de capitais em geral, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, págs. 31 e seguintes., e, no que respeita à regulação das ofertas públicas de aquisição em particular, Tunde Ogowewo, *The Underlying Themes of Tender Offer Regulation in the UK and the US*, *Journal of Business Law*, 1996, pág. 2.

VM, relativas a ofertas públicas de aquisição em particular (artigos 173.º a 193.º)¹⁰.

Esta modalidade de oferta pública foi objeto de regulação detalhada pela primeira vez em Portugal em 1986, com a entrada em vigor do Código das Sociedades Comerciais (CSC), que estabeleceu um conjunto de regras processuais a aplicar às OPAs, bem como um dever de lançamento de OPA em determinadas circunstâncias. Com o aparecimento do Código do Mercado de Valores Mobiliários (Cód.MVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril, foi introduzido um novo regime das OPAs que passou a coexistir com o regime já anteriormente previsto no CSC. A coexistência desses dois regimes durou até 1995, quando o Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro, revogou o regime constante do CSC.

O regime atual foi introduzido com o Cód.VM – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, que revogou o Cód.MVM –, tendo no entanto sido subsequentemente alterado de forma substancial pela transposição para o ordenamento jurídico português da Diretiva das OPAs¹¹ e da Diretiva da Transparência¹² e respetiva Diretiva de execução¹³. Como não podia deixar de ser, o regime português das ofertas públicas de aquisição obrigatórias é decisivamente marcado pelos desenvolvimentos europeus nesta matéria, sendo incontornável a sua interpretação à luz daquelas Diretivas¹⁴.

¹⁰ É ainda aplicável às ofertas públicas de aquisição o disposto no Regulamento da CMVM n.º 3/2006.

¹¹ Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa às ofertas públicas de aquisição, transposta para o ordenamento jurídico português através das alterações ao Cód.VM levadas a cabo pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

¹² Diretiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento e do Conselho, de 15 de Dezembro, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, transposta para o ordenamento jurídico português através das alterações ao Cód.VM levadas a cabo pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007.

¹³ Diretiva n.º 2007/14/CE da Comissão, de 8 de março de 2007, que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Directiva 2004/109/CE relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, transposta para o ordenamento jurídico português, tal como a Diretiva da Transparência, através das alterações ao Cód.VM levadas a cabo pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007.

¹⁴ Conforme refere PAULO CÂMARA, *“a jurisprudência do Tribunal de Justiça das Comunidades tem sustentado que, na medida do possível, o intérprete deve preferir a interpretação das normas de Direito interno que mais se aproximem das prescrições comunitárias”* (cfr. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, pág. 65).

De acordo com o disposto no artigo 109.º do Cód.VM (ver *supra*), o carácter público de uma proposta contratual para aquisição de valores mobiliários (e, portanto, a sua qualificação como oferta pública de aquisição) deriva, na maioria dos casos, do facto de a proposta de aquisição ter sido dirigida (i) a todos os acionistas de sociedade aberta, ou (ii) a pelo menos 150 investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal, independentemente de a OPA ser qualificada como geral ou parcial (ver *infra*) ou de a sociedade visada ser ou não uma sociedade aberta.

A oferta pública de aquisição, constituindo uma proposta dirigida ao público para aquisição de valores mobiliários¹⁵, pode ser configurada nas seguintes modalidades¹⁶, variando naturalmente certos aspetos do seu regime consoante a modalidade em causa:

- (i) Quanto à natureza da contrapartida, como oferta pública de compra, se a contrapartida consistir em numerário, ou como oferta pública de troca, se a contrapartida consistir em outros valores mobiliários (artigo 177.º do Cód.VM¹⁷). Neste último caso, estamos perante a conjugação de uma oferta pública de aquisição com uma oferta pública de distribuição;
- (ii) Quanto ao seu objeto, quando este é constituído por ações, como geral ou parcial, consoante incida ou não sobre a totalidade das ações da sociedade visada e valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição (artigo 173.º n.º 2 do Cód.VM), devendo-se entender que uma oferta é lançada sobre a totalidade desses valores mobiliários quando abrange, de entre os mesmos, todos os detidos por pessoas que não estão com o oferente em nenhuma das situações previstas no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM¹⁸.

¹⁵ Retira-se do artigo 173.º n.º 3 do Cód.VM um princípio de liberdade do objeto de OPA, podendo esta visar a aquisição de qualquer valor mobiliário, não sendo no entanto aplicáveis uma série de regras às OPAs lançadas sobre valores mobiliários que não se qualificam como ações ou valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição.

¹⁶ Seguindo de perto PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, págs. 604 e 609 e seguintes.

¹⁷ Nos termos do n.º 1 do artigo 177.º do Cód.VM, a contrapartida de OPA poderá também ser mista, consistindo simultaneamente em numerário e em valores mobiliários.

¹⁸ Atendendo às relações estabelecidas entre o oferente e estas pessoas, que o legislador entendeu serem de molde a que sejam imputados ao mesmo os direitos de voto por elas detidos na sociedade visada, tais pessoas devem ser vistas, para estes efeitos, como funcionando como um bloco unitário com o oferente, irrelevando por isso para efeitos da

O regime das ofertas públicas de aquisição manifesta logicamente as mesmas preocupações de tratamento igualitário e de promoção de estabilidade e previsibilidade acima mencionadas a propósito das ofertas públicas em geral. No entanto, na medida em que se esteja perante ofertas públicas de aquisição que têm por objeto ações ou outros valores mobiliários que dão direito à sua subscrição ou aquisição, estas preocupações ganham importância redobrada, tendo necessariamente de ser equacionadas no quadro mais vasto do mercado do controlo societário e do governo das sociedades.

Em particular, as preocupações com a proteção e a igualdade de tratamento dos destinatários da oferta ganham todo um novo significado no contexto de uma tomada de controlo sobre uma sociedade aberta. Nesta situação, conforme se verá de seguida, o legislador entendeu ser inexistível a manutenção do investimento anteriormente realizado por parte dos acionistas minoritários, conferindo-lhes um direito de saída a um preço considerado justo, atendendo em particular à contrapartida paga pelo novo acionista controlador ao(s) alienante(s) do bloco de controlo.

qualificação de uma OPA como geral ou parcial, se as ações por si detidas foram ou não excluídas do objeto da oferta pelo oferente.

De facto, uma oferta para aquisição de todas as ações detidas por todas as pessoas que não estejam relacionadas com o oferente nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM é na realidade uma oferta que visa a obtenção do domínio total da sociedade visada por um determinado grupo de pessoas que, atendendo às relações entre si estabelecidas, prosseguem previsivelmente os mesmos objetivos de forma conjugada. Do ponto de vista da sociedade visada e dos acionistas que estão fora da esfera de influência de que o oferente faz parte, uma oferta com esta configuração visa os mesmos objetivos e tem as mesmas consequências de uma oferta que tenha por objeto a totalidade das ações de todos os acionistas da sociedade visada, razão pela qual deve ser considerada como tal para efeitos do Cód.VM. Se assim não fosse, estaria aberta a porta para a qualificação de qualquer OPA como parcial, com a consequente inaplicabilidade automática dos mecanismos de aquisição tendente ao domínio total previstos nos artigos 194.º e seguintes do Cód.VM (i.e., dos mecanismos da aquisição e da alienação potestativa, que apenas são aplicáveis na sequência de uma OPA geral), ao mesmo tempo que seria mantida em aberto a possibilidade de o oferente requerer a perda da qualidade de sociedade aberta nos termos do artigo 27.º n.º 1 al. a) do Cód.VM (que pode ser acionada tanto na sequência de uma OPA geral, como na sequência de uma OPA parcial), caso atingisse o limiar de direitos de voto aí previsto. Para tal bastaria que uma pessoa que estivesse com o oferente numa das situações previstas no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM adquirisse ações da sociedade visada em momento prévio à OPA e procedesse subsequentemente ao seu bloqueio, excluindo o oferente tais ações do objeto da oferta alegando o cumprimento do disposto nos artigos 173.º n.º 2 e 179.º al. c) do Cód.VM com base no argumento falacioso de que a OPA é parcial (isto é, que não visa a totalidade das ações da sociedade visada e valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição).

2.3. A oferta pública de aquisição obrigatória

No seguimento do que atrás ficou dito a propósito da preocupação de proteção e de tratamento igualitário dos investidores em ações de uma sociedade aberta, o legislador português confere no regime das ofertas públicas de aquisição o direito de saída aos acionistas de sociedade aberta cujo controlo tenha sido adquirido por uma ou mais pessoas, atribuindo-lhes para o efeito o direito a uma contrapartida equitativa que assegure o seu tratamento igualitário face ao(s) acionista(s) que alienou(aram) o bloco de controlo.

a) Previsão legal

O Cód.VM consagra a figura da OPA obrigatória no artigo 187.º n.º 1 do Cód.MV, estabelecendo que *“Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição”*. Em face da letra deste preceito, verifica-se que a causa geradora do dever de lançamento de OPA é a ultrapassagem, direta ou indireta, dos limiares de um terço ou de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital de sociedade aberta.

Sem prejuízo de análise mais detalhada da razão de ser do regime das OPAs obrigatórias a realizar no capítulo seguinte, a propósito da interpretação do artigo 20.º do Cód.VM, deixa-se já aqui um breve apontamento sobre a matéria, de modo a melhor se proceder ao seu enquadramento.

Assim, conforme resulta do considerando 9 da Diretiva das OPAs¹⁹ e é geralmente apontado pela doutrina²⁰, o regime das OPAs obrigatórias cumpre dois objetivos bem delineados, aquando de uma aquisição ou mudança/alteração de controlo sobre sociedade aberta.

¹⁹ Onde se lê que *“Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades. Os Estados-Membros deverão assegurar essa proteção mediante a imposição ao adquirente que assumiu o controlo de uma sociedade do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição da totalidade das respetivas participações a um preço equitativo que deve ser objeto de uma definição comum”*.

²⁰ Cfr., a título de exemplo, NICHOLAS JENNINGS, *Mandatory Bids Revisited*, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol.V, Part I, Abril de 2005, págs. 40 a 47.

Em primeiro lugar, e de modo a acautelar genericamente a alteração das bases que presidiram ao investimento em ações da sociedade aberta em questão, que contrariamente ao que sucedia anteriormente passa a estar sujeita ao controlo de uma ou mais pessoas, o regime das OPAs obrigatórias visa proporcionar aos acionistas minoritários um direito de saída a um preço considerado equitativo. O legislador terá considerado que tal direito de saída se justifica à luz da elevada probabilidade de extração de benefícios privados pelo(s) novos acionista(s) controlador(es), à custa do património social.

Em segundo lugar, e atendendo aos requisitos de contrapartida que uma OPA obrigatória deve respeitar, previstos no artigo 188.º do Cód. VM (ver *infra*), verifica-se que este regime visa ainda a partilha do prémio de controlo entre o alienante do controlo e os acionistas minoritários, naquilo que configura um autêntico dever de igual tratamento, pelo oferente, de todos os acionistas da sociedade visada²¹.

Em face, por um lado, da letra do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM e, por outro lado, da *ratio* do regime das OPAs obrigatórias, que como se viu opera em torno da proteção dos acionistas da sociedade aquando da tomada de controlo por um terceiro, conclui-se que “[o] facto que origina a constituição do dever [de lançamento de OPA] é a imputação, directa ou indirecta, de direitos de voto em percentagem que ultrapassa certa fasquia do universo total de direitos de voto, situação que traduz a obtenção do controlo sobre a sociedade”²².

Atendendo a que a previsão dos limiares de um terço e de metade dos direitos de voto tem como objetivo identificar situações de obtenção de controlo, deve-se entender que esses limiares funcionam alternativamente e não cumulativamente. Isto significa que, se houver lugar a uma aquisição de controlo por ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto, o participante²³, desde que não tenha entretanto perdido o controlo da

²¹ Este dever de igual tratamento resulta diretamente do facto de o artigo 188.º n.º 1 al. a) do Cód.VM dispor que “A contrapartida de oferta pública de aquisição obrigatória não pode ser inferior ao (...) maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta”.

²² Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, 2011, pág. 253.

²³ Em linha com a nomenclatura utilizada no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, a palavra *participante* será utilizada neste estudo para identificar as pessoas a quem, por estarem nalguma das situações previstas naquele preceito, são imputados direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta.

sociedade, não está obrigado a lançar nova OPA se vier posteriormente a ultrapassar o limiar de metade dos direitos de voto. Tendo o participante já dado cumprimento ao direito de saída de que gozam os acionistas da sociedade em questão, tendo com eles partilhado o prémio de controlo nos termos do artigo 188.º do Cód.VM, ficam desde logo acautelados os objetivos regulatórios que presidem ao regime das OPAs obrigatórias, sendo desnecessário obrigar o participante a lançar nova OPA²⁴.

b) Exceções ao dever de lançamento de OPA

Em todo o caso, mesmo ultrapassados os limiares de direitos de voto a que se refere o artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM (um terço e metade), há situações em que o lançamento de OPA não é exigível.

Assim, ultrapassado o limiar de um terço, não haverá lugar ao dever de lançamento de OPA se, nos termos do n.º 2 do artigo 187.º do Cód.VM, *“a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo”* – é a chamada prova negativa de domínio. Ainda relativamente ao limiar de um terço, o n.º 4 do artigo 187.º do Cód.VM abre a possibilidade de o mesmo ser suprimido estatutariamente se a sociedade aberta em questão não tiver ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Significa isto que o limiar de um terço previsto no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM não é mais do que uma presunção ilidível da aquisição de controlo²⁵, visto que o participante poderá sempre provar perante a CMVM que não domina a sociedade, nem está com ela numa relação de grupo, afastando assim o dever de lançamento de OPA²⁶.

Estas possibilidades não são conferidas relativamente ao limiar de metade dos direitos de voto, visto que nessa situação o domínio sobre a sociedade será incontornável, podendo a pessoa em questão determinar a condução dos negócios sociais por via do controlo da respetiva administração, eleita e destituída em assembleia geral por maioria dos votos aí emitidos²⁷. Nas palavras de Paulo Câmara, *“pode dizer-se que a detenção de*

²⁴ Neste sentido, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória...*, págs. 276 a 279; e Manuel Sequeira, *OPA obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI – Número 1, Almedina, 2014, pág. 79. Contra, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, pág. 672.

²⁵ Cfr. artigos 349.º e 350.º do Código Civil, sobre a noção de presunção e os efeitos das presunções legais.

²⁶ Neste sentido, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória...*, pág. 274.

²⁷ Cfr. artigos 386.º n.º 1, 391.º n.º 1 e 403.º n.º 1 do CSC.

metade dos direitos de voto, na economia deste regime, acaba por resultar como uma presunção inilidível de aquisição do domínio nas sociedades abertas” ²⁸.

Por outro lado, e independentemente do limiar ultrapassado, não haverá igualmente lugar ao dever de lançamento de OPA se, nos termos do artigo 189.º n.º 1 do Cód.VM (*Derrogações*), essa ultrapassagem resultar (i) da aquisição de valores mobiliários por efeito de OPA geral que respeite os requisitos de contrapartida mínima aplicáveis às OPAs obrigatórias (artigo 189.º n.º 1 al. a) do Cód.VM); (ii) da execução de plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei (artigo 189.º n.º 1 al. b) do Cód.VM); ou (iii) da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA (artigo 189.º n.º 1 al. c) do Cód.VM).

Em qualquer caso, mesmo estando um participante obrigado ao lançamento de OPA (por ultrapassagem de qualquer dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM), não sendo possível a utilização da prova negativa de domínio ou de uma das causas de derrogação mencionadas no parágrafo anterior, o artigo 190.º do Cód.VM admite a suspensão desse dever. Para tal, terá o participante de, em comunicação escrita dirigida à CMVM imediatamente após a ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento, se obrigar a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes, alienando a pessoas que, em relação a ele, não estejam nalguma das situações previstas no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, os valores mobiliários bastantes para que os seus direitos de voto se venham a situar de novo abaixo dos limiares relevantes. Durante o período de suspensão, ficam inibidos os direitos de voto do participante que excedam o limite a partir do qual o lançamento de OPA seria devido.

c) A contrapartida mínima

Finalmente, para efeitos de fixar a contrapartida de OPA obrigatória num montante que, por um lado, assegure uma efetiva proteção dos acionistas minoritários por via da concessão do direito de saída e, por outro lado, assegure o seu tratamento igualitário, por via da partilha do prémio de controlo, o n.º 1 do artigo 188.º do Cód.VM estabelece que a contrapartida “*não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes:* a) *O maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º*

²⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, pág. 696.

pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta; b) O preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período". Conforme se referiu acima, é da al. a) do n.º 1 do artigo 188.º do Cód.VM que se extrai a partilha do prémio de controlo como objetivo da previsão do regime das OPAs obrigatórias.

O n.º 2 do artigo 188.º do Cód.VM determina ainda que a contrapartida mínima será fixada a expensas do oferente por auditor independente designado pela CMVM, se não puder ser determinada de acordo com os critérios referidos no parágrafo anterior, ou se a CMVM entender que a mesma, tal como proposta pelo oferente, não é equitativa, por ser insuficiente ou excessiva. Nos termos do n.º 3 do mesmo preceito, a contrapartida presume-se não equitativa se: (i) o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante através de negociação particular; (ii) os valores mobiliários em causa apresentarem liquidez reduzida por referência ao mercado regulamentado em que estejam admitidos à negociação; ou (iii) tiver sido fixada com base no preço de mercado dos valores mobiliários em causa e aquele ou o mercado regulamentado em que estes estejam admitidos tiverem sido afetados por acontecimentos excecionais.

3. A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários

Conforme se viu, os limiares de um terço e de metade dos direitos de voto que o n.º 1 do artigo 187.º do Cód.VM estabelece para efeitos do dever de lançamento de OPA podem ser ultrapassados diretamente, por via da titularidade das ações em questão, ou indiretamente, por via do mecanismo de imputação de direitos de voto previsto no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM. Este preceito, ao fazer relevar, no cômputo de uma participação de controlo, os direitos de voto detidos por pessoas que com o participante estejam nalguma das situações aí previstas, assume uma relevância fulcral na análise de situações de alteração de controlo, na medida em que a aferição da ultrapassagem dos limiares de detenção de direitos de voto relevantes para efeitos de OPA obrigatória estará as mais das vezes dependente de um juízo prévio sobre a imputação dos mesmos²⁹.

²⁹ Conforme refere PAULO CÂMARA, *"a previsão do art. 187.º repousa firmemente na técnica utilizada para a imputação de direitos de voto, consagrada no art. 20.º"* (O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000 abril, pág. 207).

Por esta razão, o presente capítulo visa determinar com precisão os termos em que deve ser levada a cabo a interpretação do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM no contexto das OPAs obrigatórias, à luz, em especial, do facto de este artigo não ter como única funcionalidade, no Cód.VM, o cômputo de direitos de voto para efeitos de constituição de determinada pessoa no dever de lançamento de OPA.

3.1. O artigo 20.º do Cód.VM

O artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, para onde remete o artigo 187.º n.º 1 do mesmo Código, estabelece nas suas diversas alíneas uma série de situações em que se imputam a um participante os direitos de voto detidos por outro(s) participante(s), sendo o cômputo dos direitos de voto detidos por cada participante, calculado nos termos daquele preceito, que releva no momento de aferir se foi ou não ultrapassado algum dos limiares que o artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM fixou para efeitos de imposição do dever de lançamento de OPA.

Para facilidade de exposição, transcreve-se o artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM:

“No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto:

- a) Detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante;*
- b) Detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo;*
- c) Detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro;*
- d) Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização;*
- e) Que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares;*
- f) Inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos;*
- g) Detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício;*
- h) Detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada;*

- i) *Imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas”.*

Para efeitos da al. h) desta disposição, o n.º 4 do artigo 20.º do Cód. VM determina que se presume serem instrumentos de exercício concertado de influência os acordos relativos à transmissibilidade das ações representativas do capital social da sociedade participada, presunção essa que, nos termos do n.º 5 do mesmo preceito, pode ser ilidida perante a CMVM mediante prova de que a relação estabelecida com o participante é independente da influência, efetiva ou potencial, sobre a sociedade participada.

Tendo em conta que o artigo 20.º do Cód.VM não tem como única função a aferição da ultrapassagem dos limiares de direitos de voto previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM por via da detenção indireta dos mesmos, sendo também utilizado noutros contextos, dos quais a aferição da ultrapassagem dos limiares relevantes para efeitos de comunicação e divulgação de participações qualificadas em sociedades abertas (deveres de transparência) é o mais relevante, verifica-se que o legislador português optou por utilizar exatamente a mesma técnica de imputação de direitos de voto em contextos materialmente distintos³⁰.

Por esta razão, a questão central que se levanta é a de saber se a imputação de direitos de voto nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM se processa da mesma forma em todas as circunstâncias em que este preceito é chamado a intervir por via de uma remissão no Cód.VM. Em particular, e atendendo, conforme se verá, às origens desta norma, a determinação em baixo dos termos em que a mesma deve ser interpretada será efetuada por referência aos deveres de transparência (artigos 16.º e seguintes do Cód. VM³¹) e ao dever de lançamento de OPA (artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM),

³⁰ Esta opção é (quase) inédita, verificando-se que na maioria dos ordenamentos jurídicos o legislador optou pela utilização de duas normas de configuração distinta para levar a cabo a imputação de direitos de voto em sede de deveres de transparência e em sede de OPA obrigatória (*e.g.*, direito francês, direito italiano, direito espanhol e direito inglês). A solução mais próxima da Portuguesa foi a adotada na Alemanha, em que, não obstante se tratem de normas distintas, as regras relativas a imputação de direitos de voto nestes dois contextos têm uma redação idêntica (cfr. § 22 *Wertpapierhandelsgesetz* e § 30 do *Wertpapiererwerbs- und übernahmegesetz*).

³¹ O artigo 16.º do Cód.VM estabelece que quem ultrapasse, diretamente ou nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, determinadas percentagens de direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedades abertas (2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, um terço, metade, dois terços e 90%, para as sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa emitentes de ações ou outros valores mobiliários que confram direito à sua

assumindo importância central neste contexto, e em consonância com as regras sobre interpretação da lei previstas no Código Civil, os diferentes objetivos que estes regimes visam prosseguir.

3.2. As diferentes funcionalidades do artigo 20.º do Cód.VM

A técnica de imputação de direitos de voto prevista no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM resulta da transposição para o ordenamento jurídico de diversos preceitos comunitários relacionados com os deveres de transparência impostos a sociedades cotadas e respetivos acionistas. Mais precisamente, o legislador português foi tomando como referência, sucessivamente, o artigo 7.º da Diretiva 88/627/CEE, do Conselho, de 12 de Dezembro de 1988, relativa à informação a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada na bolsa (Diretiva 88/627/CEE), o artigo 92.º da Diretiva 2001/34/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores, que revogou a Diretiva 88/627/CEE, e o artigo 10.º da Diretiva da Transparência, que revogou, entre outros, o artigo 92.º da Diretiva 2001/34/CE.

O posicionamento sistemático do artigo 20.º no Cód.VM reflete as suas origens, estando este preceito situado na Secção II do Capítulo IV (*Sociedades abertas*) do Título I (*Disposições gerais*) do Cód.VM, sob a epígrafe *Participações qualificadas*, resultando do seu próprio texto que as situações expostas nas diversas alíneas do seu n.º 1 têm como função aferir do “cômputo das participações qualificadas” previstas no artigo 16.º n.os 1 e 2 do Cód.VM, que é o primeiro artigo da Secção onde se insere o artigo 20.º.

Atendendo aos elementos da interpretação da lei estabelecidos no artigo 9.º n.º 1 do Código Civil³², a interpretação do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM terá necessariamente de ter em consideração a *ratio legis*, não só do regime no âmbito do qual este preceito é chamado a intervir num determinado caso concreto, mas também do regime que está na sua ori-

subscrição ou aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar na União Europeia), deve, no prazo de quatro dias de negociação após o dia da ocorrência desse facto ou do seu conhecimento, informar desse facto a CMVM e a sociedade participada. Esta última, por sua vez, deverá divulgar essa participação qualificada ao mercado nos termos do artigo 17.º do Cód.VM.

³² Que dispõe que “A interpretação não deve cingir-se à letra da lei, mas reconstituir a partir dos textos o pensamento legislativo, tendo sobretudo em conta a unidade do sistema jurídico, as circunstâncias em que a lei foi elaborada e as condições específicas do tempo em que é aplicada”.

gem. Por esta razão, procede-se de seguida à clarificação dos objetivos regulatórios que presidem ao regime da transparência e ao regime das OPAs obrigatórias, sendo tais objetivos subsequentemente devidamente tidos em conta na formulação dos princípios que devem nortear a interpretação do artigo 20.º do Cód.VM em sede de alterações de controlo sobre sociedades abertas.

a) Os objetivos regulatórios em sede de transparência

Os objetivos regulatórios em sede de transparência³³ estão expressos nos considerando 1 e 18 da Diretiva da Transparência.

De acordo com o considerando 1 desta Diretiva, *“A publicação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a protecção dos investidores como a eficiência do mercado”*. Com essa finalidade, refere-se no considerando 18 da mesma Diretiva que *“O público deverá ser informado das alterações ocorridas nas participações qualificadas no capital de sociedades cujas acções sejam transaccionadas num mercado regulamentado que se situe ou opere dentro da Comunidade. Essa informação deverá permitir aos investidores adquirirem ou alienarem acções com pleno conhecimento das alterações verificadas na estrutura de direitos de voto; deve também reforçar a eficácia do controlo dos emitentes de acções e a transparência global do mercado no que diz respeito aos movimentos de capital mais importantes”*.

Trata-se assim essencialmente nesta sede de assegurar um fluxo de informações aos investidores que lhes permita melhor compreender a situação da sociedade e, consequentemente, tomar decisões de investimento mais eficientes. A disponibilização de informação a este nível prossegue simultaneamente o objetivo de proteção dos investidores, que desse modo ficam munidos, em situação de paridade (visto que a informação é disponibilizada a todos eles), dos instrumentos necessários para tomar uma decisão de investimento consciente, e o objetivo de promoção da eficiência do mercado, por via de um processo de descoberta do preço mais transparente, no qual participam um maior número de pessoas providas de mais e melhor informação sobre o emitente.

³³ Sobre esta matéria, a título de exemplo, MICHAEL C. SHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2010, págs. 4 e seguintes; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, págs. 559 e 732 e seguintes; e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória...*, págs. 51 e seguintes.

De facto, e no que respeita a este último objetivo, é de salientar que o processo de descoberta do preço assume um papel central no preenchimento da função económica de alocação de recursos inerente ao mercado de capitais. É através da variação do preço dos valores mobiliários negociados, por via dos mecanismos gerais da oferta e da procura, que são estabelecidos a cada momento os incentivos necessários para que os investidores tomem as suas decisões de investimento ou desinvestimento de forma racional e eficiente.

Se a informação relativa a esses valores mobiliários e respetivos emissores não estiver disponível, ou se apenas estiver disponível para alguns investidores, o processo de formação do seu preço será necessariamente menos transparente, não refletindo o seu valor intrínseco. Em tal cenário, não sendo possível aos investidores produzir juízos razoáveis sobre o desempenho futuro dos valores mobiliários em questão, a eficiente alocação de poupanças para investimento ficaria decisivamente comprometida, dando-se azo a uma situação em que não seriam os projetos de maior valor acrescentado a captar os recursos disponíveis na economia.

Ao nível das participações qualificadas em particular, a preocupação reside em deixar claro a cada momento quem são as pessoas que estão em posição de exercer influência sobre os direitos de voto correspondentes ao capital da sociedade. Essa influência real ou potencial sobre os direitos de voto configura informação relevante para efeitos de investimento, na medida em que a estrutura de controlo da sociedade tem necessariamente impacto na gestão da mesma, por via da competência da assembleia geral para designar e destituir os membros do conselho de administração³⁴. A forma como a gestão da sociedade é conduzida, por sua vez, afeta decisivamente os seus resultados e a cotação das ações representativas do seu capital social.

O impacto da estrutura de controlo da sociedade na sua gestão e desempenho financeiro está relacionado com o facto de diferentes padrões de controlo implicarem diferentes custos de agência relacionados com o exercício de funções pelos administradores³⁵.

A título de exemplo, pode-se referir a este propósito a situação em que a estrutura de controlo da sociedade está dispersa, estando por isso ausentes os incentivos necessários para que um qualquer acionista dedique os

³⁴ Cfr. artigos 386.º n.º 1, 391.º n.º 1 e 403.º n.º 1 do CSC.

³⁵ Cfr. MICHAEL C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, págs. 7 e seguintes.

recursos necessários para garantir que os administradores dessa sociedade atuam no seu interesse. Neste cenário, a percepção do mercado poderá ser a de que os custos de agência envolvidos na gestão da sociedade serão mais significativos, o que terá um impacto previsivelmente negativo no preço das respectivas ações por via da diminuição da sua procura pelos investidores mais atentos. Ao contrário, em sociedades com uma estrutura de controlo mais concentrada, os incentivos para os acionistas controladores monitorizarem o desempenho dos administradores aumenta, o que poderá levar a que se instale no mercado a percepção de que os custos de agência envolvidos na gestão dessa sociedade são mais reduzidos, sendo certo que, por outro lado, as estruturas de controlo mais concentradas aumentam a probabilidade de extração de benefícios privados em favor dos acionistas controladores, o que terá previsivelmente um impacto negativo no preço das ações em questão.

Em todo o caso, o que releva para estes efeitos é que a informação relativa ao controlo efetivo ou potencial dos direitos de voto a divulgar por via da imposição de deveres de transparência é determinante para que os investidores possam, na configuração das suas decisões de investimento ou desinvestimento, ponderar as vantagens e desvantagens da estrutura de controlo com que se deparam.

Neste contexto, o artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM assume uma função central. Ao estabelecer nas suas diversas alíneas as situações em que os direitos de voto detidos diretamente por um participante são também contados como pertencendo a outro, em razão do tipo de relação estabelecida entre ambos, este preceito permite revelar as relações de força dentro da sociedade que não são visíveis pela simples análise da sua estrutura acionista. Os direitos de voto contados nos termos do artigo 20.º do Cód.VM, sendo tidos em conta para efeitos do dever de comunicação de participações qualificadas, permitem descortinar forças de influência sobre a gestão da sociedade que eram anteriormente invisíveis e que constituem informação preciosa para os investidores.

b) Os objetivos regulatórios em sede de OPA obrigatória

O artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM é a concretização do disposto no artigo 5.º n.º 1 da Diretiva das OPAs, resultando deste último preceito³⁶, bem

³⁶ Que refere que o dever de lançamento de OPA visa “proteger os acionistas minoritários” da sociedade visada.

como dos considerandos 237 e 938 da mesma Diretiva, que o fim último do regime das OPAs obrigatórias é proteger os acionistas minoritários de uma sociedade aberta após uma aquisição ou mudança de controlo, com vista a assegurar-lhes um tratamento justo e equitativo. É uma expressão do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, tal como resulta do artigo 3.º n.º 1 al. a) da Diretiva das OPAs³⁹, que visará essencialmente, por um lado, evitar problemas de agência na relação entre o acionista maioritário e os acionistas minoritários e, por outro lado, obstar a eventuais iniquidades resultantes da tomada de controlo, colocando todos os acionistas em situação de igualdade⁴⁰.

Conforme tem vindo a ser apontado pela doutrina⁴¹ e já foi acima sumariamente referido, a proteção dos acionistas minoritários na sequência de uma tomada de controlo por via do regime das OPAs obrigatórias é concretizada através da concessão de um direito de saída, que por sua vez

³⁷ Onde se lê que “É necessário proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários das sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro no caso de essas sociedades serem objeto de ofertas públicas de aquisição ou de mudanças de controlo”.

³⁸ Onde se lê que “Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades”.

³⁹ Onde se lê que “Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos”.

⁴⁰ Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória...*, págs. 193 e 194, sendo certo que a ausência de um dever de atuação nos melhores interesses dos acionistas minoritários, por parte do acionista maioritário, põe em causa a ideia de que possamos estar neste caso perante um verdadeiro problema de agência, afigurando-se ser também de difícil sustentação a ideia de que situações de iniquidade ao nível de relações horizontais estabelecidas entre acionistas devam ser objeto de tutela legal nestes moldes.

⁴¹ Sobre esta matéria, a título de exemplo, NICHOLAS JENNINGS, *Mandatory Bids Revisited...*, págs. 40 a 47; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, págs. 680 a 687; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória...*, págs. 189 a 211; JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *A OPA Obrigatória, Fundamentos e Regime no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, págs. 188 a 201; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *OPA obrigatória e controlo indireto*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV – Número 3, Almedina, 2012, págs. 596 a 604; e MANUEL SEQUEIRA, *OPA Obrigatória...*, págs. 70 e ss. Ainda na vigência do Código do Mercado de Valores Mobiliários, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Os Casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição*, in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Edifisco, 1992, págs. 9 a 19.

é configurado de forma a assegurar a partilha do prémio de controlo entre todos os acionistas da sociedade visada⁴².

A concessão do direito de saída assenta na ideia de que a aquisição ou mudança de controlo, ao se traduzir numa alteração determinante da estrutura da sociedade com reflexos diretos ao nível da sua gestão, que passa a ser controlada por pessoa(s) que anteriormente não tinha(m) dizer na condução dos negócios sociais, torna inexigível aos acionistas minoritários a manutenção do seu investimento.

O direito de saída justificar-se-á assim por ser expectável que o(s) novo(s) controlador(es) venha(m) a impor uma agenda própria na condução dos negócios sociais, eventualmente extraindo benefícios privados à custa do património dos acionistas minoritários, que assim vêm o valor das suas ações decrescer⁴³. Este direito configura uma medida preventiva contra esse decréscimo patrimonial, que se entende que poderá ocorrer, tanto por via de decisões legítimas de gestão por parte do(s) novo(s) controlador(es), como por via de atuações fraudulentas do(s) mesmo(s).

Está implícita a esta opção legislativa a ideia de que os mecanismos societários de proteção dos acionistas minoritários são insuficientes perante uma tomada de controlo, sendo incapazes de tutelar adequadamente os interesses dos acionistas minoritários.

Da mesma forma, está também implícita a esta opção legislativa a ideia de que o mercado não consubstancia um meio idóneo de desinvestimento nestas situações. Este último apontamento é válido tanto para sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado que apresentem bons níveis de liquidez, como para sociedades sem ações admitidas à negociação, ou com ações admitidas à negociação, mas com um nível de liquidez reduzido, visto que a lei não distingue entre estas situações. Parece assim o legislador ter entendido que o simples facto de o preço das ações em questão estar previsivelmente deprimido em razão da perceção negativa que o mercado terá da tomada de controlo implica necessariamente que a saída dos acionistas minoritários da sociedade por

⁴² Neste mesmo sentido, o próprio Takeover Panel, no Reino Unido, apontando a previsão de um direito de saída e a partilha do prémio de controlo como os fundamentos por detrás da previsão do dever de lançamento de OPA na Rule 9.1 do *Takeover Code* (*Takeover Panel, Panel Statement 1989/10*, pág. 3). É de notar que o dever de lançamento de OPA, tal como consagrado no artigo 5.º da Diretiva das OPAs, foi inspirado na Rule 9 do *Takeover Code*.

⁴³ O decréscimo no preço das ações em decorrência de uma tomada de controlo é constatado por diversos estudos empíricos de onde se extrai que, por regra, depois do encerramento de uma OPA com sucesso, o preço das ações da sociedade visada desce (cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, pág. 683).

via da alienação das suas ações em mercado não configura uma forma idónea de tutelar os seus interesses.

Por sua vez, a partilha do prémio de controlo como fundamento do regime das OPAs obrigatórias tem origem na obra de Berle e Means de 1932, *The Modern Corporation and Private Property*⁴⁴, onde estes autores defenderam a ideia de que o controlo da sociedade é um ativo que pertence à própria sociedade e não a um qualquer acionista. Seguindo esta linha de raciocínio, ao(s) acionista(s) alienante(s) do controlo não deveria ser permitido lucrar à custa de um ativo que na realidade não lhes pertence⁴⁵, devendo por isso o prémio de controlo ser objeto de partilha por todos os acionistas da sociedade visada.

A partilha do prémio de controlo como objetivo da previsão do dever de lançamento de OPA tem referência expressa no ponto 12 do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, que aprova o Cód. VM, onde se lê que “*O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos acionistas minoritários*”. De modo a efetivar operacionalmente a partilha do prémio de controlo, o legislador português impôs ao oferente que, em sede de OPA obrigatória, oferecesse uma contrapartida de valor não inferior ao maior preço pago pelas ações da sociedade visada, por si ou por pessoa consigo relacionada, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar⁴⁶.

Por fim, faz-se notar que, obrigando o oferente a propor-se a adquirir todas as ações da sociedade visada, o legislador poderá ainda ter pretendido fomentar aquisições criadoras de valor, por oposição a aquisições destinadas essencialmente à extração de benefícios privados de controlo. Este raciocínio assenta na ideia de que, contrariamente ao que poderá suceder quando se permite a uma pessoa controlar uma sociedade adquirindo o número mínimo de ações necessárias a esse efeito (ou adquirindo o controlo dos respetivos direitos de voto), o facto de o oferente se propor a adquirir todas as ações da sociedade visada – o que a ocorrer tornaria impossível a extração de benefícios privados à custa de acionistas minori-

⁴⁴ Cfr. ADOLF A. BERLE e GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 1932.

⁴⁵ O prémio de controlo resulta da diferença entre o preço de mercado das ações e o preço que o adquirente está disposto a pagar por elas, atendendo a que lhe conferem o controlo da sociedade. Este corresponderá assim, genericamente, ao valor dos benefícios futuros decorrentes da tomada da sociedade, descontados dos respetivos custos implícitos (PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, pág. 684).

⁴⁶ Cfr. artigo 188.º n.º 1 al. a) do Cód.VM.

tários – indicará que a sua intenção é a de aumentar o valor da mesma por via de uma gestão mais eficiente dos seus recursos⁴⁷.

Em face do exposto, facilmente se conclui que o artigo 20.º do Cód.VM assume também um papel fulcral em sede de OPAs obrigatórias, contribuindo para assegurar que os objetivos regulatórios que presidem a este regime não são frustrados por via de uma tomada de controlo com recurso à detenção indireta de direitos de voto. Ao fazer relevar a detenção indireta para estes efeitos, o legislador cobre aquisições materiais de domínio que, caso contrário, não teriam consequências regulatórias, frustrando a *ratio* do dever de lançamento de OPA.

3.3. A interpretação do artigo 20.º do Cód.VM

Refletindo as suas origens em sede de deveres de transparência, o artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM apresenta uma malha muito apertada, no sentido em que prevê situações em que os direitos de voto detidos por um participante se imputam a outro participante, mesmo não concretizando este último, nem podendo por sua exclusiva vontade concretizar, qualquer influência real sobre os mesmos⁴⁸. Ou seja, a imputação poderá ocorrer em situações em que a influência sobre os direitos de voto é meramente potencial, não sendo sequer passível de se efetivar sem a anuência do respetivo titular direto.

⁴⁷ É de facto previsível que o incentivo para que uma qualquer pessoa obtenha o controlo da sociedade com o objetivo de a pilhar diminua consideravelmente se por efeito do processo aquisitivo que lhe é imposto ela puder acabar por deter até à totalidade das ações dessa sociedade. No entanto, a este argumento é geralmente contraposto o de que, sendo certo que o regime das OPAs obrigatórias desencoraja operações de aquisição de controlo destruidoras de valor, na medida em que torna real o risco de o eventual acionista pilhador acabar por deter todas as ações da sociedade, não é menos verdade que esse mesmo regime acaba por desencorajar igualmente ofertas criadoras de valor, na medida em que as torna mais dispendiosas pelo facto de terem de ser estendidas a todos os acionistas por uma determinada contrapartida mínima. Em face disto, não é claro que do ponto de vista do objetivo de fomentar operações criadoras de valor para as sociedades que atuam no mercado do controlo societário, o regime das OPAs obrigatórias tenha um efeito líquido positivo nos mercados em que está prevista. Em todo o caso, os efeitos económicos e o acerto legislativo da previsão do dever de lançamento de OPA são matérias que estão fora do escopo do presente estudo.

⁴⁸ Conforme refere PAULA COSTA E SILVA, “*compulsadas as alíneas do art. 20/1 concluir-se-á que a lei, eventualmente porque teve a intenção de atingir realidades materiais, vai imputar ao participante votos que ele, não só não pode controlar, como votos que ele jamais virá a controlar*” (cfr. *Sociedade aberta, domínio e influência dominante*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra Editora, 2004, pág. 568).

Esta solução é coerente com os objetivos que presidem à previsão de deveres de transparência no mercado de capitais, atendendo aos objetivos a prosseguir por esse regime. De facto, tratando-se aí essencialmente de assegurar a maior transparência possível sobre a estrutura acionista de uma sociedade aberta e não sendo significativo o custo associado a dar a conhecer participações qualificadas ao mercado, concebe-se que o legislador tenha adotado uma técnica de imputação maximalista, deixando aos investidores a opção de agirem conforme entenderem com base nessa informação. Por esta razão, tem pleno cabimento no contexto dos deveres de transparência a afirmação de caráter genérico de Carlos Osório de Castro, segundo a qual *“o sentido e a finalidade [do artigo 20.º do Cód.VM] são manifestamente o de imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável, já no uso de alguma faculdade jurídica, já num plano puramente fáctico”*⁴⁹.

No entanto, em sede de OPA obrigatória, o objetivo central não é promover a transparência no mercado de capitais, mas sim atuar preventivamente na sequência de uma tomada de controlo, com vista a evitar a destruição de valor acionista para os minoritários, concedendo-lhes, *ex-ante*, um direito de saída a um preço equitativo que reflita a partilha do prémio de controlo com o(s) respetivo(s) alienante(s). Trata-se, conforme já mencionado, de uma manifestação do princípio de tratamento igualitário dos acionistas estabelecido no artigo 3.º n.º 1 al. a) da Diretiva das OPAs, que, configurado deste modo, implica uma autêntica socialização do prémio de controlo entre todos os acionistas de uma sociedade aberta.

O facto de, por um lado, o considerando 9 da Diretiva das OPAs apontar como *ratio* do regime das OPAs obrigatórias a proteção dos acionistas minoritários *“após uma mudança do controlo”* e de, por outro lado, o artigo 5.º da mesma Diretiva associar o dever de lançamento de OPA à ultrapassagem de determinadas percentagens de direitos de voto que permitam dispor do controlo da sociedade⁵⁰, revela que a ultrapassagem dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM só pode relevar na medida

⁴⁹ Cfr. A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril 2000, pág. 167.

⁵⁰ Nos termos do artigo 5.º n.º 1 da Diretiva das OPAs, *“Sempre que uma pessoa singular ou coletiva, na sequência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela atuam em concertação, lhe confirmam direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os*

em que traduza uma aquisição ou alteração de controlo sobre a sociedade em questão.

Significa isto que, do ponto de vista do regime das OPAs obrigatórias, a função do artigo 20.º do Cód.VM deve ser, não a de identificar toda e qualquer situação suscetível de configurar informação relevante para os acionistas minoritários formarem juízos sobre as relações de força estabelecidas dentro da sociedade por via do exercício de influência sobre os respetivos direitos de voto, como ocorre no regime da transparência, mas sim a de promover a identificação de situações materiais de aquisição ou mudança de controlo, que serão visíveis pela ultrapassagem dos limiares relevantes de detenção de direitos de voto previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM.

Para que a ultrapassagem desses limiares relevantes reflita uma aquisição ou mudança de controlo, só poderão estar logicamente em causa direitos de voto cujo exercício seja, ou efetivamente influenciado pelo participante, ou passível de o ser por mero efeito da sua vontade. Numa palavra, só poderão estar em causa aqueles direitos de voto que o participante controla, ainda que em conjunto com outro participante. A imputação de direitos de voto pela simples possibilidade de exercício de influência sobre os mesmos que não dependa exclusivamente da vontade do participante não pode ocorrer neste contexto, por não configurar um meio idóneo de identificação de uma aquisição ou mudança de controlo.

Deste modo, para se manter dentro da *ratio legis* do regime das OPAs obrigatórias, a imputação de direitos de voto neste contexto, por via do artigo 20.º do Cód.VM, só poderá ocorrer em situações em que o exercício dos mesmos seja efetivamente influenciado pelo participante, ou em situações em que a ocorrência dessa influência dependa exclusivamente da sua vontade. Se assim não fosse, a imputação poderia obrigar ao lançamento de OPA em situações em que a *ratio* deste regime pura e simplesmente não se aplica⁵¹, por não ter havido lugar a qualquer aquisição ou mudança de controlo de que os acionistas minoritários devessem ser protegidos.

titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4" (sublinhado e negrito do autor).

⁵¹ A interpretação histórica e teleológica do artigo 20.º do Cód.VM no contexto das suas diferentes funcionalidades não é pacífica na doutrina. Entre aqueles que defendem uma interpretação contextualizada do artigo 20.º do Cód.VM em moldes mais ao menos semelhantes aos apresentados no presente estudo, contam-se: PAULA COSTA E SILVA (*A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, págs. 243 a 283, Almedina, 2007); JOÃO MATTAMOUROS RESENDE (*A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, Abril de 2007); VÍTOR NEVES (*A natureza transitiva dos critérios*

Esta interpretação restritiva do artigo 20.º do Cód.VM no contexto das OPAs obrigatórias é assim a única possível à luz do disposto no artigo 9.º n.º 1 do Código Civil, onde se lê que “*A interpretação não deve cingir-se à letra da lei, mas reconstituir a partir dos textos o pensamento legislativo, tendo sobretudo em conta a unidade do sistema jurídico, as circunstâncias em que a lei foi elaborada e as condições específicas do tempo em que é aplicada*”. Adicionalmente, em face do disposto no considerando 9 e no artigo 5.º n.º 1 da Diretiva das OPAs, esta é também a única interpretação do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM que se afigura conforme ao Direito da União Europeia⁵².

Em razão do exposto, conclui-se que a imputação de direitos de voto a um participante nos termos do artigo 20.º do Cód.VM ocorre: (i) no contexto dos deveres de transparência, relativamente aos direitos de voto existentes ou futuros cujo exercício possa ser por ele influenciado ou influenciável, podendo neste último caso essa influência estar ou não na sua exclusiva discricionariedade; e (ii) no contexto das OPAs obrigatórias, relativamente aos direitos de voto existentes cujo exercício seja por ele efe-

de imputação de direitos de voto no CVM, in Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Vol. II, Almedina, 2008, págs. 507 a 541), HUGO MOREDO SANTOS (Transparência, OPA Obrigatória..., págs. 183 a 294), CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA (OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento, in Instituto dos Valores Mobiliários, Estudos, Docentes, 2013, págs. 10 e ss.) e MANUEL SEQUEIRA (OPA obrigatória..., págs. 101 e 131 a 133). Chamando também a atenção para o problema, mas de forma mais cautelosa, JOÃO SOARES DA SILVA, Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Direitos de Voto, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, Abril de 2007. Contra, defendendo uma interpretação indistinta do artigo 20.º do Cód.VM no contexto dos deveres de transparência e de lançamento de OPA, PAULO CÂMARA (O Dever de Lançamento..., págs. 195 a 268).

⁵² Deixa-se nota a este propósito de que a interpretação restritiva do artigo 20.º do Cód.VM se afigura também relevante para a compatibilização do dever de lançamento de OPA com os direitos fundamentais à livre iniciativa económica e à propriedade privada, consagrados, respetivamente, nos artigos 61.º e 62.º da Constituição da República Portuguesa (CRP). Atendendo à sua natureza análoga a direitos, liberdades e garantias, a restrição destes direitos fundamentais por via do regime das OPAs obrigatórias terá de se conformar com o princípio da proporcionalidade, tal como resulta do artigo 18.º n.º 2 da CRP, devendo por isso ser, pelo menos, adequada e necessária à prossecução dos fins que presidem àquele regime. Ora, uma interpretação do artigo 20.º do Cód.VM que implique a constituição no dever de lançamento de OPA de pessoas que não estão em posição de adquirir o controlo da sociedade em questão será inevitavelmente tida como desnecessária e desadequada à prossecução dos fins visados pelo regime das OPAs obrigatórias, na medida em que o mesmo, como se viu, apenas visa acautelar situações em que houve aquisição ou mudança de controlo. A este propósito, ver VÍTOR NEVES, *Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. 1, Almedina, 2011, págs. 749 a 753.

tivamente influenciado, ou que ele possa discricionariamente influenciar (ou seja, relativamente aos direitos de voto por ele controlados, ainda que em conjunto com outro participante)⁵³.

Isto significa que, contrariamente ao que sucede no âmbito dos deveres de transparência, no contexto do dever de lançamento de OPA a imputação de direitos de voto por aplicação de alguma das alíneas do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM não poderá ocorrer se estiver em causa uma mera suscetibilidade de exercício de influência sobre os mesmos, que não esteja na exclusiva discricionariedade do participante (ou seja, caso o participante não controle esses direitos de voto). Esta interpretação restritiva resulta de a letra do artigo 20.º do Cód.VM não corresponder à sua *ratio*, verificando-se que o legislador se expressou de forma genérica, quando na realidade apenas se queria referir a determinada categoria de casos⁵⁴.

Em face deste entendimento, torna-se irrelevante a controvérsia relativa à questão de saber se as diferentes alíneas do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM configuram presunções (ilidíveis ou inilidíveis) ou ficções, sendo a compatibilização deste preceito com a *ratio* dos regimes jurídicos ao abrigo dos quais é chamado a intervir efetuada simplesmente por via da interpretação da lei⁵⁵.

⁵³ Neste sentido, PAULA COSTA E SILVA, que defende que “para que a solução do sistema relativa à constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição não seja arbitrária e tenha como fundamento a possibilidade de exercício de domínio, é necessário que os direitos de voto inerentes à participação social de que o accionista é titular, sejam por ele discricionariamente exercitáveis. Quer isto dizer que direitos de voto inerentes à participação de que o accionista é titular, que não sejam por ele livremente exercitáveis, não deverão ser contabilizados para a determinação dos direitos de voto detidos para efeito da constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição” (A imputação de direitos de voto..., pág. 254). Em sentido próximo do apresentado, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória...*, pág. 402.

⁵⁴ Cfr. INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Introdução ao Estudo do Direito*, Vol. I, 11.ª edição, Almedina, 2001, pág. 253.

⁵⁵ Uma outra forma de conciliar a letra do artigo 20.º do Cód.VM com a *ratio legis* do regime das OPAs obrigatórias é explorada por Julianio Ferreira, que propõe uma interpretação indiferenciada do referido artigo em sede de comunicação de participações qualificadas e em sede de OPAs obrigatórias, mitigada nos seus efeitos por uma extensão material da prova negativa de domínio aos casos de ultrapassagem, por via de imputação de direitos de voto não controlados pelo titular da participação, do limiar de 50% previsto no n.º 1 desse preceito. Segundo esta tese, a mera suscetibilidade de exercício de influência sobre os direitos de voto em questão dá lugar a imputação nos termos do artigo 20.º do Cód.VM, tanto em sede de comunicação de participações qualificadas, como de OPAs obrigatórias, ficando no entanto o dever de lançamento de OPA dependente, em qualquer caso (*i.e.*, tanto quanto à ultrapassagem do limiar de um terço, como quanto à ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto), da demonstração de que o participante está em relação de domínio com a sociedade visada, por exercer sobre ela

4. O dever de lançamento de OPA na sequência de alterações de controlo

Efetuada o enquadramento legal da temática das alterações de controlo, o presente capítulo visa determinar em concreto as consequências, em sede do regime das OPAs obrigatórias, de certas alterações na estrutura de controlo de sociedades abertas. Para tal efeito, procede-se, em primeiro lugar, à exposição, no contexto dos mecanismos de salvaguarda dos interesses dos acionistas minoritários, da forma como o controlo objeto de subsequente alteração pode surgir. Seguidamente, serão analisadas duas situações abstratas de alteração de controlo, de modo a aferir se algum dos intervenientes se constitui no dever de lançamento de OPA.

uma influência dominante nos termos do artigo 21.º n.º 1 do Cód.VM. Assim, ao participante a quem fossem imputáveis mais de metade dos direitos de voto por convocação dos critérios de imputação do artigo 20.º do Cód.VM, não estaria vedada a possibilidade de demonstrar que a ultrapassagem dos limiares percentuais relevantes não corresponde à aquisição do poder de exercer influência dominante sobre a sociedade, não se verificando por isso o pressuposto material sem o qual, no entender deste autor, não se pode considerar constituído aquele dever (cfr. *Atuação em concertação entre acionistas – o modelo português de supervisão*, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6 (2014), Vol. 12, pág. 214, nota de rodapé 23).

Não obstante o caminho trilhado por Juliano Ferreira levar a um resultado prático semelhante ao defendido no presente estudo, *i.e.*, a que o dever de lançamento de OPA apenas se constitua quando o participante adquire o controlo da sociedade visada (independentemente de o exercer efetivamente ou não), a verdade é que o facto de o mesmo não ter um mínimo de correspondência na letra da lei, que apenas possibilita a prova negativa de domínio quando ultrapassado o limiar de um terço dos direitos de voto (cfr. artigo 187.º n.º 2 do Cód.VM), fragiliza-o à luz do princípio interpretativo constante do artigo 9.º n.º 2 do Código Civil, segundo o qual “*Não pode (...) ser considerado pelo intérprete o pensamento legislativo que não tenha na letra da lei um mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expresso*”. Parecendo resultar claro do disposto no artigo 187.º do Cód.VM que o legislador português associa inexoravelmente a ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto em sociedade aberta (tanto diretamente, como nos termos do artigo 20.º do Cód.VM) à constituição no dever de lançamento de OPA – sendo manifestação disso mesmo o facto de a prova negativa de domínio só estar prevista para a ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto –, a posição deste autor não é subscrita no presente estudo, devendo antes a questão da constituição naquele dever ser solucionada, conforme referido anteriormente, por via da interpretação do próprio artigo 20.º do Cód.VM (em sentido semelhante ao seguido no presente estudo, VÍTOR NEVES, *Delimitação dos votos relevantes...*, págs. 722 a 725).

4.1. O surgimento de uma situação de controlo e os mecanismos de salvaguarda dos acionistas minoritários

Tendo em conta que uma alteração de controlo é inevitavelmente precedida de uma aquisição e consolidação desse mesmo controlo, procede-se nesta sede a uma breve descrição das diferentes formas de aquisição de controlo sobre uma sociedade aberta e respetivos mecanismos de salvaguarda dos interesses dos acionistas minoritários envolvidos.

O controlo sobre uma sociedade aberta poderá ser obtido por uma só pessoa (controlo singular), ou por várias, que estejam entre elas nalguma das situações previstas no artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM (controlo conjunto⁵⁶). Na realidade, o facto de o artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, em conjunto com o artigo 187.º n.º 1 do mesmo diploma, fazer relevar direitos de voto detidos de forma indireta no regime das OPAs obrigatórias, por via do controlo que a pessoa em questão possa ter sobre os mesmos, torna possível o alargamento do respetivo perímetro regulatório a situações de controlo conjunto.

Em todo o caso, e independentemente de se estar perante uma situação de controlo singular ou de controlo conjunto, a lei tutela de diferentes formas a posição dos acionistas minoritários de sociedade aberta, face ao surgimento de uma situação de controlo, consoante a aquisição do controlo tenha sido anterior ou posterior à qualificação dessa sociedade como aberta. Neste último caso, a solução legal será ainda distinta consoante o controlo tenha sido adquirido no âmbito de um processo de fusão, ou fora dele.

Tendo o controlo sido obtido posteriormente à qualificação da sociedade como aberta e fora de um processo de fusão, é conferido aos acionistas minoritários um direito de saída nos termos previstos nos artigos 187.º e seguintes do Cód.VM, por via do mecanismo da OPA obrigatória⁵⁷. Tal mecanismo, já analisado em maior detalhe, procura assegurar o direito de saída aos acionistas minoritários a um preço considerado equitativo, tutelando dessa forma os seus interesses.

⁵⁶ Nas palavras de MANUEL REQUICHA FERREIRA, “*não se efectuam distinções em função do tipo de controlo ou, por outras palavras, é indiferente se o controlo é exclusivo ou conjunto*” (cfr. *O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI – Número 1, Almedina 2014).

⁵⁷ Conforme se viu, em complemento a este regime e de modo a permitir a um oferente evitar a aplicação do dever de lançamento de OPA na sequência de uma aquisição de controlo por via de OPA voluntária, o Cód.VM prevê no artigo 189.º n.º 1 al. a) a derrogação desse dever quando a OPA voluntária em questão for geral e respeite os requisitos de contrapartida mínima aplicáveis às OPAs obrigatórias.

Tendo o controlo sido obtido posteriormente à qualificação da sociedade como aberta, mas no âmbito de um processo de fusão, a tutela dos interesses dos acionistas minoritários não é assegurada por via do mecanismo da OPA obrigatória, na medida em que, cumpridos certos requisitos, opera a derrogação deste regime prevista no artigo 189.º n.º 1 al. c) do Cód.VM. Nestes casos, terá o legislador entendido que o regime da fusão confere adequada tutela aos interesses dos acionistas minoritários, que, cientes de que a operação de fusão levará à aquisição do controlo sobre a sociedade por determinada(s) pessoa(s), terão a oportunidade de se manifestar na assembleia geral que aprovar a fusão⁵⁸⁻⁵⁹.

Finalmente, caso o controlo tenha sido obtido em momento prévio à qualificação da sociedade como aberta, não haverá lugar ao dever de lançamento de OPA, pois no momento em que a posição de controlo foi constituída, o artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM não era aplicável em virtude de a sociedade ainda não ser aberta. Nestes casos, terá o legislador entendido que o facto de os investidores conhecerem a situação de controlo sobre a sociedade no momento em que tomaram a sua decisão de investimento é suficiente para que os seus interesses estejam devidamente acautelados⁶⁰.

⁵⁸ Tendo em conta que a deliberação de aprovação da fusão pela assembleia geral de uma sociedade anónima é tomada por maioria de 2/3 dos direitos de voto emitidos (cfr. artigos 386.º n.º 2 e 383.º n.º 3 do CSC) e que, salvo previsão em contrário na lei ou no contrato de sociedade, não é conferido aos acionistas que votarem contra o projeto de fusão a possibilidade de se exonerarem da sociedade (cfr. artigo 105.º n.º 1 do CSC), não se consegue entender em que medida é que o regime das fusões poderá conferir aos acionistas minoritários um nível de proteção que, do ponto de vista dos objetivos regulatórios que presidem ao regime das OPAs obrigatórias, justifique a derrogação prevista no artigo 189.º n.º 1 al. c) do Cód.VM.

⁵⁹ Pode-se dar como exemplo de uma tomada de controlo de sociedade aberta com aproveitamento da derrogação ao dever de lançamento de OPA prevista no artigo 189.º n.º 1 al. c) do Cód.VM, a aquisição do controlo da NOS, SGPS, S.A. (anterior Zon-Optimus, SGPS, S.A.) pela sociedade Zopt, SGPS, S.A., sociedade dominada, em última análise por Isabel dos Santos e Belmiro de Azevedo (cfr. comunicado de participação qualificada de 28.08.2013 acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ46593.pdf>). Esta tomada de controlo ocorreu por via da fusão por incorporação da OPTIMUS – SGPS, S.A. na ZON Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (cfr. projeto de fusão acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ46593.pdf>).

⁶⁰ Pode-se dar como exemplos de sociedades que se tornaram sociedades abertas já com uma situação de controlo consolidada, a Galp Energia, SGPS, S.A. (Galp) (cfr. prospeto de oferta pública de venda e de admissão à negociação de outubro de 2006, acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd11254.pdf>) e, mais recentemente, a Espírito Santo Saúde – SGPS, S.A. (cfr. prospeto de oferta pública de distribuição e de

Na sequência de uma destas situações, consolidando-se o controlo sobre uma sociedade aberta, levanta-se a questão de saber quais as consequências jurídicas de posteriores alterações a essa estrutura de controlo. Assim, analisar-se-ão de seguida duas situações abstratas de alteração de controlo que se têm relevantes para estes efeitos, dando-se nota de eventuais consequências ao nível do dever de lançamento de OPA. Essas situações são: (i) a interposição de sociedade na cadeia de domínio de sociedade aberta; e (ii) a conversão de controlo conjunto em controlo singular.

4.2. A interposição de sociedade na cadeia de domínio de sociedade aberta

A primeira das situações de alteração de controlo em análise é aquela que resulta da interposição de sociedade na cadeia de domínio de sociedade aberta.

Tem-se como referência para estes efeitos a situação em que a sociedade B detém a maioria do capital social e respetivos direitos de voto na sociedade A (sociedade aberta), tendo a pessoa singular C, por sua vez, a maioria do capital social e respetivos direitos de voto na sociedade B (sendo por isso a pessoa singular C o *ultimate beneficial owner* dos direitos de voto detidos diretamente pela sociedade B na sociedade A, controlando assim esta sociedade). Com a aquisição da maioria do capital social e respetivos direitos de voto na sociedade B, à pessoa singular C, pela sociedade D, cuja maioria do capital social e respetivos direitos de voto são detidos pela mesma pessoa singular C, levanta-se a questão de saber se a sociedade D se constitui no dever de lançamento de OPA sobre a sociedade A⁶¹.

admissão à negociação de janeiro de 2014, acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd29360.pdf>).

⁶¹ Esta foi, genericamente, a situação verificada relativamente à sociedade aberta Impresa, SGPS, S.A. (Impresa), nos termos do comunicado de participação qualificada divulgado por esta sociedade no dia 31.05.2010 (acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ28869.pdf>). De acordo com esse comunicado, a sociedade Balseger, SGPS, S.A. (Balseger) adquiriu a Francisco Pinto Balsemão, no dia 24.04.2010, ações representativas de 58,75% do capital social da Impreger – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A. (Impreger), tendo-lhe por isso passado a ser imputáveis os 51,727% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da Impresa que eram detidos diretamente pela Impreger, pelo próprio Francisco Pinto Balsemão e por outros membros dos órgãos sociais da Impreger. Não obstante, a participação direta da Impreger na Impresa continuaria a ter como único *ultimate beneficial owner* Francisco Pinto Balsemão, atendendo a que este era titular de uma participação correspondente a 99,99% do capital social e direitos de voto da Balseger. Assim se verifica que neste caso a sociedade Balseger se interpôs na cadeia de

Conforme mencionado, a al. b) do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM determina que *“No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto (...) Detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo”*.

De acordo com o disposto no artigo 21.º n.º 1 do Cód.VM, *“Para efeitos deste Código, considera-se relação de domínio a relação existente entre uma pessoa singular ou coletiva e uma sociedade quando, independentemente de o domicílio ou a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante”*⁶². O n.º 2 do mesmo preceito esclarece que *“Existe, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou coletiva: a) Disponha da maioria dos direitos de voto; b) Possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial; c) Possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização”*.

Trata-se aqui então de saber se o facto de a sociedade D adquirir a maioria do capital social e respetivos direitos de voto na sociedade B determina que a sociedade D está obrigada a lançar OPA sobre a sociedade A, por aplicação do disposto nos artigo 187.º n.º 1, 20.º n.º 1 al. b) e 21.º, todos do Cód.VM.

Ora, é certo que: (i) nos termos do disposto no artigo 21.º n.º 2 al. a) do Cód.VM, a detenção da maioria dos direitos de voto na sociedade B pela sociedade D dá lugar à presunção inilidível de que esta sociedade tem uma influência dominante sobre aquela⁶³; que (ii) nos termos do n.º 1 desse mesmo preceito, essa influência dominante implica que para estes efeitos se considere que as sociedades B e D estão numa relação de domínio; e que (iii) nos termos do artigo 20.º n.º 1 al. b) do Cód.VM, se

domínio da Impresa, tendo no entanto Francisco Pinto Balsemão aparentemente mantido o exclusivo controlo dos direitos de voto detidos pela Impreger na Impresa e, portanto, a qualidade de único *ultimate beneficial owner* dos mesmos.

⁶² Segundo ENGRÁCIA ANTUNES, tomando por referência a noção de influência dominante do artigo 486.º do CSC, para o qual remete implicitamente o artigo 21.º do Cód.VM (neste sentido, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A Imputação de Direitos de Voto...*, pág. 173), *“A noção de influência dominante (...) visa traduzir genericamente a possibilidade de que uma sociedade dispõe de impor de modo estável e permanente o cunho da respectiva vontade no seio da estrutura organizativa de outra sociedade, através da determinação do sentido das decisões dos respectivos órgãos deliberativos e, mediatamente, das decisões dos respectivos órgãos de administração”* (cfr. *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto...*, pág. 49).

⁶³ O carácter inilidível desta presunção resulta da utilização da expressão *“em qualquer caso”* no n.º 2 do artigo 21.º do Cód.VM.

imputam a um participante os direitos de voto detidos por sociedade que com ele esteja em relação de domínio ou de grupo.

No entanto, de acordo com a linha interpretativa do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM a seguir no contexto das OPAs obrigatórias e objeto de exposição no capítulo anterior, a imputação à sociedade D dos direitos de voto detidos pela sociedade B na sociedade A não pode ocorrer nesta sede pelo simples facto de que, não obstante se ter constituído uma relação de domínio entre aquelas duas sociedades para efeitos do disposto nos artigos 20.º n.º 1 al. b) e 21.º do Cód.VM, a sociedade D não controla os direitos de voto que a sociedade B detém diretamente na sociedade A, em virtude de a pessoa singular C deter a maioria do seu capital social e respetivos direitos de voto.

Falta neste caso um requisito essencial à imputação de direitos de voto no contexto das OPAs obrigatórias, que é o participante controlar os direitos de voto que lhe são imputados nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, ou porque os influencia, ou porque está na sua discricionariedade influenciá-los.

A relação de domínio estabelecida entre a sociedade D e a sociedade B para efeitos daqueles preceitos do Cód.VM não levará à imputação de direitos de voto na sociedade A, à sociedade D, no contexto das OPAs obrigatórias, porquanto se verifica que a expressão da vontade da sociedade B aquando do exercício dos direitos de voto que detém na sociedade A é na realidade determinada pela pessoa singular C, que controla a maioria dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade D. Na falta de uma cláusula estatutária que leve a conclusão diversa, como seja, por exemplo, a previsão de que a eleição dos administradores da sociedade D deve ser aprovada pela maioria dos votos conferidos aos seus acionistas minoritários⁶⁴, o controlo da maioria dos direitos de voto na sociedade D permitirá à pessoa singular C eleger e destituir os administradores desta sociedade, deste modo controlando a sua gestão e, consequentemente, a expressão da sua vontade nas assembleias gerais da sociedade B, nomeadamente no que respeita à eleição e destituição dos administradores desta última sociedade⁶⁵.

Tendo a sociedade D o poder de eleger e destituir os membros do conselho de administração da sociedade B, por via da detenção da maioria dos direitos de voto correspondentes ao seu capital social, o facto de a pessoa singular C deter a maioria dos direitos de voto na sociedade D implica

⁶⁴ Cfr. artigo 391.º n.º 2 do CSC.

⁶⁵ Cfr. artigos 386.º n.º 1, 391.º n.º 1 e 403.º n.º 1 do CSC. Neste sentido, no contexto do domínio sobre sociedades abertas, PAULA COSTA E SILVA, *Sociedade aberta, domínio...*, pág. 550.

igualmente que esteja no seu poder determinar a forma como a sociedade B exerce os seus direitos de voto nas assembleias gerais da sociedade A. Sem prejuízo de um qualquer elemento que no caso concreto possa alterar os termos da presente análise, como por exemplo a existência da cláusula estatutária referida no parágrafo anterior, a única pessoa que se pode considerar que no presente cenário controla os direitos de voto detidos diretamente pela sociedade B na sociedade A é a pessoa singular C, o *ultimate beneficial owner* desses direitos de voto.

Por esta razão, para efeitos do regime das OPAs obrigatórias, verifica-se que a imputação dos direitos de voto detidos diretamente pela sociedade B na sociedade A, nos termos do artigo 20.º n.º 1 al. b) do Cód.VM, só ocorre na esfera da pessoa singular C. Isto não prejudica logicamente a utilização dos critérios constantes da al. b) do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM em relação a cada uma das pessoas que fazem parte da cadeia de imputação (*in casu*, as sociedades B e D), para se chegar à imputação efetiva dos direitos de voto ao respetivo *ultimate beneficial owner* (a pessoa singular C).

Com a interposição da sociedade D na cadeia de domínio da sociedade A, a posição da pessoa singular C não é modificada. Já controlava mais de metade dos direitos de voto na sociedade A, que lhe eram imputáveis nos termos e para os efeitos dos artigos 20.º n.º 1 al. b) e 187.º n.º 1 do Cód.VM e, com a interposição da pessoa coletiva D na cadeia de domínio, continua a controlar esses direitos de voto, mantendo-se a imputação. O *ultimate beneficial owner* não se alterou.

Assim se verifica que, no caso em análise e com os dados considerados, nenhum dos intervenientes se constitui no dever de lançamento de OPA sobre a sociedade A, em decorrência da aquisição, pela sociedade D, à pessoa singular C, da maioria do capital social e respetivos direitos de voto na sociedade B⁶⁶.

⁶⁶ Contra esta posição, pela imposição do dever de lançamento de OPA nestes casos, Ana Perestrelo de Oliveira, *OPA obrigatória e controlo indireto*, págs. 593 a 661. Numa palavra, esta autora assenta a sua análise na ideia de que, no Cód.VM, a mudança de titularidade direta releva sempre para estes efeitos, não estando previsto um regime derogatório para os casos de mudança do controlo no interior do grupo. O legislador português teria assim optado deliberadamente por uma lógica de máxima tutela dos acionistas minoritários assente numa certa ideia de segurança jurídica que impediria a interpretação restritiva acima apresentada. Para esta conclusão contribuiria o facto de a derrogação do dever de lançamento de OPA prevista no artigo 528.º-A do antigo Cód.MVM para a transferência do controlo intragrupo ter desaparecido com a entrada em vigor do Cód.VM. Esta autora estabelece ainda um paralelismo entre o regime de responsabilidade nos grupos de sociedades previsto nos artigos 501.º e 502.º do CSC e o regime de imputação de direitos de voto

Deixa-se somente nota por fim de que, caso, por qualquer razão, a pessoa singular C deixe ser o *ultimate beneficial owner* dos direitos de voto detidos diretamente pela sociedade B na sociedade A, assumindo a sociedade D essa qualidade, em razão de, por um lado, deter a maioria dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade B e de, por outro lado, não haver qualquer imputação *upstream* desses mesmos direitos de voto por via do artigo 20.º n.º 1 al. b) do Cód.VM, a sociedade D ficará obrigada a lançar OPA sobre a sociedade A, nos termos conjugados dos artigos 187.º n.º 1, 20.º n.º 1 al. b) e 21.º, todos do Cód.VM.

O dever de lançamento de OPA surge aqui na medida em que o facto de a sociedade D passar a controlar mais de metade dos direitos de voto de voto detidos pela sociedade B na sociedade A, tornando-se o *ultimate beneficial owner* dos mesmos, implica a ultrapassagem do limiar de mais de metade dos direitos de voto constante do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM. O facto de esses direitos de voto não serem por si controlados anteriormente e de passarem a sê-lo com a saída de cena da pessoa singular C resulta na sua imputação à sociedade D para efeitos de OPA obrigatória, nos termos do artigo 20.º n.º 1 al. b) do Cód.VM.

Esta constatação assume particular relevância na transmissão sucessória do controlo sobre grupos familiares através da interposição de sociedade *holding* na cadeia de domínio de uma sociedade aberta pertencente ao grupo. Sendo relativamente fácil, como se viu, estruturar essa interposição de uma forma que não resulte no dever de lançamento de OPA quando

previsto no artigo 20.º do Cód.VM, referindo que naquele domínio *“não é nunca procedente como defesa contra a obrigação resultante de alguma dessas normas a circunstância de a sociedade não se situar no topo da cadeia de domínio, sendo antes, pelo contrário, mera intermediária”*. Não cabendo nesta sede repetir os argumentos já esgrimidos em cima, que são aqui perfeitamente válidos, cabe somente fazer duas notas. Em primeiro lugar que o regime de responsabilidade previsto no artigo 501.º do CSC tem objetivos distintos dos do regime das OPAs obrigatórias, pelo que as conclusões a que se chegar nesse domínio não podem (nem devem) ser aplicadas sem mais em sede de OPAs obrigatórias. Em segundo lugar, que a posição apresentada por esta autora, ao sustentar, com base numa certa ideia de segurança jurídica, o dever de lançamento de OPA em situações em que o racional deste regime pura e simplesmente não se aplica, importaria, sem razão atendível, uma tremenda rigidez na organização de grupos societários (em sentido não técnico) dos quais faça parte integrante uma sociedade aberta, com implicações relevantes ao nível da eficiência com que esses grupos são geridos e, consequentemente, ao nível do desempenho da cotação em mercado das ações da sociedade aberta integrante do grupo (caso esta seja uma sociedade cotada), em detrimento dos próprios investidores que a autora parece querer proteger. A favor da posição apresentada no presente estudo, previsivelmente a CMVM, na medida em que a Balseger nunca foi obrigada a lançar uma OPA sobre a Impresa e se desconhece que a CMVM tenha iniciado qualquer procedimento com vista a que tal viesse a acontecer.

da sua ocorrência, nem por isso os objetivos regulatórios que presidem a este regime serão afetados. Quando a nova sociedade *holding* passar a controlar os direitos de voto que, situando-se acima dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM, permitem o controlo da sociedade aberta (tornando-se o *ultimate beneficial owner* desses direitos de voto), ficará ela própria obrigada a lançar OPA sobre esta sociedade⁶⁷.

4.3. Conversão de uma situação de controlo conjunto em controlo singular

A segunda situação de alteração de controlo objeto de análise no presente estudo é a da conversão de situações de controlo conjunto em controlo singular.

O ponto de partida da situação a ter em conta para estes efeitos é aquele em que às sociedades B e C, acionistas da sociedade A, são imputáveis, nos termos do artigo 20.º n.º 1 al. c) do Cód.VM, por via da celebração de um acordo parassocial, mais de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social desta sociedade, que é assim controlada conjuntamente por elas (tendo ambas, no entanto, participação direta na sociedade A inferior a um terço dos respetivos direitos de voto). Caso a sociedade C aliene a sua participação na sociedade A à sociedade B, cessando assim concomitantemente os efeitos do acordo parassocial, levanta-se a questão de saber se a conversão da situação de controlo conjunto da sociedade A pelas sociedades B e C, numa situação de controlo singular pela sociedade B, constitui esta sociedade no dever de lançamento de OPA sobre a sociedade A⁶⁸.

⁶⁷ No sentido da inaplicabilidade do dever de lançamento de OPA aquando da ultrapassagem dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM por via de sucessão *mortis causa*, MANUEL REQUICHA FERREIRA, *O dever de lançamento de OPA...*

⁶⁸ Indica-se a este propósito, como exemplo de uma situação de conversão de controlo conjunto em controlo singular, o caso da Galp. Conforme comunicado de participação qualificada de 20.07.2012 (acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ40707.pdf>), eram imputáveis nessa data à Amorim Energia, B.V. (Amorim Energia), à Eni S.p.A. e à Caixa Geral de Depósitos, S.A. (CGD), nos termos do artigo 20.º n.º 1 als. c), e) e h) do Cód.VM, mais de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social da Galp. Nos termos de comunicado de participação qualificada de 03.12.2012 (acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ42500.pdf>), passaram a ser imputáveis à CGD menos de 2% dos direitos de voto na Galp, tendo-se mantido, com os mesmos fundamentos, a imputação de mais de metade dos direitos de voto à Amorim Energia e à Eni (cfr. comunicado de participação qualificada de 03.12.2012 quanto à Eni, acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ42498.pdf>). Finalmente, conforme

Trata-se neste caso de uma alteração do título de imputação dos direitos de voto da sociedade B na sociedade A. A participação de controlo era imputável à sociedade B em parte por via de titularidade direta e em parte nos termos do artigo 20.º n.º 1 al. c) do Cód.VM, por via de acordo parassocial celebrado com a sociedade C. Com a aquisição da participação da sociedade C, a sociedade B passa a deter a mesma participação de controlo, mas agora somente por via da detenção direta das ações em questão.

O artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM, em linha com o disposto na Diretiva das OPAs, determina os limiares de detenção de direitos de voto que são relevantes para efeitos de constituição no dever de lançamento de OPA (como se viu, um terço e metade). Neste caso, estando-se perante uma mera alteração do título de imputação (a participação de controlo resultava inicialmente de acordo para o exercício de direitos de voto e passa a resultar, ato contínuo, de detenção direta), verifica-se que à sociedade B eram imputáveis mais de metade dos direitos de voto referentes ao capital social da sociedade A e que, com a aquisição da participação da sociedade C na sociedade A, lhe continuam a ser imputáveis mais de metade desses direitos de voto.

Significa isto que, no caso em apreço, a sociedade B não ultrapassou qualquer dos limiares a que se refere o artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM, pelo que não pode ficar obrigada ao lançamento de OPA sobre a sociedade A. Conforme referido em cima, a constituição de determinada pessoa no dever de lançamento de OPA está, por via da formulação adotada naquele preceito, inelutavelmente dependente da ultrapassagem dos limiares de detenção de direitos de voto aí previstos. Dispondo o artigo 9.º n.º 2 do Código Civil que *“Não pode (...) ser considerado pelo intérprete o pensamento legislativo que não tenha na letra da lei um mínimo de correspondência verbal, ainda que imperfeitamente expresso”*, parece ficar liminarmente afastada,

comunicado de participação qualificada de 26.07.2013 (acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ46170.pdf>), a participação da Amorim Energia deixou de ser imputável à Eni, mas a da Eni continuou a ser imputável à Amorim Energia (cfr. página 19 do relatório e contas da Galp referente ao exercício findo em 31.12.2007, acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49227.pdf>). Daqui se retira que, tal como na situação que ora se analisa, a Galp passou de uma situação de controlo conjunto, primeiro pela Amorim Energia, Eni e CGD e depois somente pela Amorim Energia e pela Eni, para uma situação de controlo singular pela Amorim Energia. Entretanto, a participação da Amorim Energia na Galp já baixou para valor inferior a metade dos respetivos direitos de voto, conforme comunicado de participação qualificada de 03.04.2014 (acessível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ49416.pdf>), tendo por isso na presente data já terminado a situação de controlo singular que se verificava anteriormente.

no presente caso, a obrigatoriedade de a sociedade B lançar OPA sobre a sociedade A.

Esta tese assenta numa interpretação literal do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM – onde se lê que o dever de lançamento de OPA apenas surge quando a participação de determinada pessoa na sociedade *“ultrapasse, diretamente ou nos termos do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social”* (sublinhado do autor) –, no sentido da impossibilidade de, para efeitos de verificação da ultrapassagem dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM, fazer uma distinção material entre a imputação de direitos de voto por via da detenção direta de uma participação e a imputação de direitos de voto por via de uma detenção indireta (ou seja, nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM). Trata-se do princípio geral de direito “onde a lei não distingue, não cabe ao intérprete distinguir”.

Tendo sido anteriormente ultrapassado um dos limiares do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM por via da celebração de acordo parassocial, irrelevaria para efeitos de subsequente imputação de direitos de voto e de constituição no dever de lançamento de OPA, a aquisição direta de participações sociais por um dos acionistas, se os direitos de voto inerentes a essa participação já lhe eram imputáveis por via do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM. De facto, nesta situação a aquisição direta da participação social nunca poderia levar à ultrapassagem dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM, porque não alteraria materialmente a percentagem de direitos de voto que já lhe eram imputáveis.

Este entendimento de que a alteração do título de imputação não se traduz numa redução e subsequente aumento da participação em questão, sendo antes neutra ao nível da imputação de direitos de voto, por via da substituição de um título de imputação por outro, está igualmente em linha com o disposto no artigos 1.º al. c) e 2.º n.ºs 3 e 4, do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, nos termos dos quais a alteração do título de imputação deve ser comunicada e divulgada nos mesmos termos aplicáveis à aquisição ou alteração de participação qualificada, *“quando a supressão do título de imputação inicial se não acompanhada da sua substituição por outro título teria originado os deveres de comunicação previstos no artigo 16.º do Código dos Valores Mobiliários”* (sublinhado do autor)⁶⁹.

⁶⁹ Deixa-se no entanto nota a este propósito do entendimento segundo o qual a alteração do título de imputação nos termos aqui considerados implicaria a redução da participação da sociedade B na sociedade A para percentagem correspondente apenas aos direitos de voto por si detidos diretamente, seguida do aumento dessa participação para a percentagem inicial, por conta dos direitos de voto adquiridos à sociedade C. Seguindo-se esta

Por outro lado, é de notar que também uma interpretação teleológica do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM concluirá pela inexistência do dever de lançamento de OPA no caso em análise, visto que este preceito visa somente acautelar a aquisição de controlo por terceiros face aos acionistas minoritários e já não as expectativas que estes tenham face à qualidade ou características desse controlo.

No caso em análise, a aquisição do controlo por terceiros (*in casu*, as sociedades B e C) em detrimento dos restantes acionistas ocorreu com a celebração do acordo parassocial e não com a subsequente aquisição, por um dos participantes nesse acordo, das participações sociais detidas pelos outros participantes.

Isto significa que, tendo a celebração do acordo parassocial dado anteriormente lugar ao dever de lançamento de OPA, por ter representado uma aquisição de controlo pelos participantes no mesmo, os interesses dos acionistas minoritários terão já sido salvaguardados no âmbito do regime das OPAs obrigatórias pela concessão de um direito de saída e consequente distribuição do prémio de controlo pago pelo oferente, nos termos dos artigos 187.º e 188.º do Cód.VM. A mesma conclusão preside aos casos em que os investidores adquiriram as suas ações já com o acordo parassocial em vigor, uma vez que nessa situação não se pode considerar ter havido qualquer frustração dos pressupostos sob os quais estes realizaram o seu investimento, visto a sociedade ser já controlada por terceiros, tendo aliás o controlo conjunto exercido pelos signatários do acordo sido provavelmente refletido no preço de aquisição das ações.

Se a sociedade B já era titular de uma determinada participação direta que não lhe conferia o controlo da sociedade A (inferior a um terço dos respetivos direitos de voto) e integrava um grupo a quem era imputável uma participação de controlo (superior a um terço ou a metade desses direitos de voto), nada obsta a que, extinto o grupo de controlo, a sociedade B possa dominar a sociedade A exercendo plenamente os direitos de voto inerentes à participação detida anteriormente pelo grupo, porque esta participação de controlo já era conhecida dos acionistas minoritários. Os acionistas minoritários já teriam assim investido na sociedade A, ou mantido o seu investimento na sequência de uma OPA obrigatória ante-

linha, não subscrita no presente estudo, a sociedade B, por via da alteração do título de imputação, veria a sua participação na sociedade A descer para percentagem inferior a um terço dos respetivos direitos de voto, com subsequente aumento para a percentagem anterior, superior a metade desses direitos de voto, dando azo à ultrapassagem dos limiares de um terço e de metade dos direitos de voto a que se refere o artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM e à consequente obrigação de a sociedade B lançar OPA sobre a sociedade A.

rior, sabendo de antemão que esta era ou passaria a ser dominada, de uma forma ou de outra, por aquelas pessoas. Não se modificou por isso significativamente a base do investimento realizado aquando da concentração do controlo num único acionista, razão pela qual não se justifica a aplicação do mecanismo de proteção constante do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM.

Verifica-se deste modo que a conclusão pela inexistência de dever de lançamento de OPA neste caso vai também de encontro ao espírito dos considerandos 2 e 9 e dos artigos 3.º n.º 1 al. a) e 5.º n.º 1 da Diretiva das OPAs. Este último preceito apenas visa acautelar a aquisição de controlo por terceiros face aos acionistas minoritários e já não as expectativas que estes tenham relativamente à qualidade ou características desse controlo, uma vez que os interesses dos acionistas minoritários terão sido já devidamente salvaguardados, ou pela existência de uma OPA obrigatória anterior, ou pelo conhecimento, aquando da realização do seu investimento na sociedade, de que a sociedade era já controlada, de uma forma ou de outra, por aquelas pessoas.

5. Conclusões

Com base no exposto, apresentam-se de seguida, de forma sucinta, as conclusões que resultam do caminho percorrido no presente estudo a propósito da análise de situações de alteração de controlo em sociedades abertas.

A causa geradora do dever de lançamento de OPA nos termos do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM é a ultrapassagem, direta ou indireta, dos limiares de um terço ou de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social de sociedade aberta.

O facto de, por um lado, o considerando 9 da Diretiva das OPAs apontar como *ratio* do regime das OPAs obrigatórias a proteção dos acionistas minoritários “*após uma mudança do controlo*” e de, por outro lado, o artigo 5.º da mesma Diretiva associar o dever de lançamento de OPA à ultrapassagem de determinadas percentagens de direitos de voto que permitam dispor do controlo da sociedade, revela que a ultrapassagem dos limiares previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM só pode relevar na medida em que traduza uma aquisição ou mudança de controlo.

Adicionalmente, visando o regime das OPAs obrigatórias, por um lado, a concessão de um direito de saída a acionistas minoritários, numa tutela preventiva do seu investimento em face da perspectiva de extração de benefícios privados pelo novo acionista controlador e, por outro lado, a parti-

lha do prêmio de controlo, verifica-se que a ocorrência de uma aquisição ou mudança de controlo é absolutamente instrumental à sua *ratio*.

Significa isto que, do ponto de vista do regime das OPAs obrigatórias, a função do artigo 20.º do Cód.VM deve ser a de promover a identificação de situações materiais de aquisição ou mudança de controlo, que serão visíveis pela ultrapassagem dos limiares de detenção de direitos de voto previstos no artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM.

Deste modo, para se manter dentro da *ratio legis* do regime das OPAs obrigatórias, a imputação de direitos de voto neste contexto, por via do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, só poderá ocorrer em situações em que o participante controla os respetivos direitos de voto, ou porque os influencia, ou porque está na sua discricionariedade influenciá-los. Se assim não fosse, a imputação poderia obrigar ao lançamento de OPA em situações em que a *ratio* deste regime pura e simplesmente não se aplica.

Este entendimento configura, ao abrigo do artigo 9.º n.º 1 do Código Civil, uma interpretação restritiva do artigo 20.º do Cód.VM que é essencial para assegurar que a aplicação cega deste preceito não leva a que sejam extravasados os objetivos regulatórios a que o legislador se propôs em sede de OPAs obrigatórias.

A primeira das situações de alteração de controlo analisada no presente estudo é aquela que resulta da interposição de uma sociedade na cadeia de domínio de sociedade aberta.

De acordo com a linha interpretativa do artigo 20.º do Cód.VM a seguir no contexto das OPAs obrigatórias e assumindo os dados apresentados *supra*, a imputação de direitos de voto na sociedade aberta à sociedade que se interpõe na cadeia de domínio não pode ocorrer pelo simples facto de que esta sociedade não controla esses direitos de voto, em virtude de haver uma outra pessoa que detém a maioria do seu capital social e respetivos direitos de voto. Essa pessoa controla diretamente os direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade que se interpôs na cadeia de domínio e indiretamente os direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade aberta.

Não há assim lugar ao dever de lançamento de OPA, pois falta um requisito essencial à imputação de direitos de voto no contexto das OPAs obrigatórias, que é o participante controlar os direitos de voto que lhe são imputados nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, ou porque os influencia, ou porque está na sua discricionariedade influenciá-los.

Caso, por alguma razão, a sociedade que se interpôs na cadeia de domínio passe a controlar os direitos de voto em questão (tornando-se o seu *ultimate beneficial owner*), estes passarão a ser-lhe imputáveis ao abrigo

do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM e ela ficará obrigada a lançar OPA sobre a sociedade aberta, nos termos do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM.

A segunda situação de alteração de controlo objeto de análise no presente estudo é a da conversão de situações de controlo conjunto em controlo singular, por alteração do título de imputação.

Não há nesse caso igualmente lugar ao dever de lançamento de OPA, na medida em que uma interpretação do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM de acordo com o artigo 9.º n.º 2 do Código Civil leva necessariamente à conclusão de que a lei não faz uma distinção material entre a imputação de direitos de voto por via da detenção direta de uma participação social e a imputação de direitos de voto por via de uma detenção indireta nos termos do artigo 20.º n.º 1 do Cód.VM, não havendo por isso lugar à ultrapassagem dos limiares a que se refere o artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM.

Em todo o caso, a própria interpretação teleológica do artigo 187.º n.º 1 do Cód.VM concluirá pela inexistência do dever de lançamento de OPA nesta situação, visto que este preceito visa somente acautelar a aquisição de controlo por terceiros face aos acionistas minoritários e já não as expectativas que estes tenham relativamente à qualidade ou características desse controlo.

Textos para publicação

A Revista aceita a apresentação de textos inéditos para publicação, sujeita a parecer favorável da Comissão de Redação e à disponibilidade de espaço.

Cada texto não deverá exceder 75.000 carateres (contando espaços e incluindo notas de rodapé) e deverá observar as seguintes regras gráficas:

- Nomes de autores referidos em texto: em carateres normais
- Nomes de autores referidos em notas: em maiúsculas pequenas
- Títulos de livros (monografias e obras coletivas): em itálico
- Títulos de textos inseridos em revistas e em obras coletivas: entre aspas, em carateres normais
- Nomes das revistas: em itálico
- Sinal de aspas primordialmente usado: « » (as chamadas aspas francesas ou baixas)
- Ausência de espaço entre uma palavra e um sinal de pontuação
- Uso das abreviaturas adotadas pela Revista (v. lista inserida nas primeiras páginas)
- Os textos deverão ser enviados por correio eletrónico para *dss@almedina.net* ou por via postal para:

DSR – Direito das Sociedades em Revista
Secretariado da Redação
Edições Almedina, SA
Rui Dias
Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76-80
3000-167 Coimbra

CUPÃO DE ASSINATURA

NOME																									
MORADA																									
CÓD. POSTAL					-			LOCALIDADE																	
TELEFONE									Nº CONTRIBUINTE																
PROFISSÃO																									
EMAIL																									

2 NÚMEROS AVULSO **€40**

ASSINATURA (2 NÚMEROS/ANO) **€35** (DESCONTO DE **12,5%**)
COM IVA E DESPESAS DE ENVIO INCLuíDOS

DESEJO ADQUIRIR A ASSINATURA DA REVISTA

DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA (2 NÚMEROS) DO ANO

2	0		
---	---	--	--

ASSINATURA

DATA

--	--	--	--

 -

--	--

 -

--	--

ESTE CUPÃO DEVERÁ SER ENVIADO PARA
ASSINATURA DA REVISTA DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA – JOAQUIM MACHADO, S.A.,
Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para assinaturas@almedina.net.

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: editora@almedina.net

Telephone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: sdd@almedina.net

