

OUTUBRO 2015, ANO 7, VOL. 14, SEMESTRAL

DIREITO DAS SOCIEDADES *em Revista*

Proposta Relativa à Administração de Grupos Societários Transfronteiriços na Europa
Forum Europeu sobre Grupos de Sociedades

DOCTRINA

O impacto do 25 de Abril no Direito das Sociedades

Rui Pinto Duarte

Disciplina das sociedades comerciais (mormente, das sociedades anónimas) nos começos de oitocentos

M. Nogueira Serens

Responsabilidade dos administradores pela insolvência: evolução dos direitos português e espanhol

Maria de Fátima Ribeiro

O sistema «societário» inglês

João Espírito Santo

O dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais na Região Administrativa Especial de Macau e em Portugal

(Algumas notas mais ou menos desenvolvidas)

Hugo Luz dos Santos

Debt governance – O papel do credor activista

Inês Serrano de Matos

A oferta pública de aquisição obrigatória nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português

Pedro Cordelli Alves

ÍNDICE

- 5 Abreviaturas
- 11 Proposta Relativa à Administração de Grupos Societários Transfronteiriços na Europa
Forum Europeu sobre Grupos de Sociedades

DOUTRINA

- 29 O impacto do 25 de Abril no Direito das Sociedades
Rui Pinto Duarte
- 49 Disciplina das sociedades comerciais (mormente, das sociedades anónimas) nos começos de oitocentos
M. Nogueira Serens
- 68 Responsabilidade dos administradores pela insolvência: evolução dos direitos português e espanhol
Maria de Fátima Ribeiro
- 111 O sistema «societário» inglês
João Espírito Santo
- 133 O dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais na Região Administrativa Especial de Macau e em Portugal (Algumas notas mais ou menos desenvolvidas)
Hugo Luz dos Santos
- 161 *Debt governance* – O papel do credor activista
Inês Serrano de Matos
- 199 A oferta pública de aquisição obrigatória nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português
Pedro Cordelli Alves

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 <i>Ordonnance</i> , 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
GmbHR	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
RIDBDUL	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
TRLSA	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

Forum Europeu sobre Grupos de Sociedades*

Proposta Relativa à Administração de Grupos Societários Transfronteiriços na Europa**

Antecedentes Legislativos

(1) Nos anos 70, a Comissão Europeia lançou duas iniciativas de regulação jurídica dos grupos de sociedades. A primeira consistiu numa proposta de 9.ª Diretiva em matéria de grupos societários, que foi inicialmente inspirada na lei alemã das sociedades por ações de 1965 ("Aktiengesetz"), tendo evoluído posteriormente para um modelo próprio¹. A segunda iniciativa traduziu-se na inclusão, no quadro da proposta de Regulamento da Sociedade Europeia, de um capítulo substancial relativo aos grupos, dedicando ao assunto a totalidade do seu Título VII, constituída por nada menos do que sete secções². Ambos os projetos foram abandonados durante a década de 80, em virtude de uma maioria significativa dos Estados membros ter considerado (e continuar hoje a considerar) que não existe uma necessidade de regulação geral para os grupos. Essa maioria

* São membros deste Forum: *Pierre-Henri Conac* (Luxembourg), *Jean-Nicolas Druey* (St. Gallen), *Peter Forstmoser* (Zurich), *Mathias Habersack* (München), *Søren Friis Hansen* (Copenhagen), *Peter Hommelhoff* (Heidelberg), *Susanne Kalss* (Vienna), *Gerd Krieger* (Düsseldorf), *Loes Lennarts* (Gröningen), *Marcus Lutter* (Bonn), *Christoph Teichmann* (Wuerzburg), *Axel von Werder* (Berlin), e *Eddy Wymeersch* (Gent). O grupo de trabalho teve ainda a assistência de *Lukas Beck* (Wuerzburg).

** O presente texto, objeto de publicação paralela em várias Revistas estrangeiras congêneres da DSR, é aqui apresentado numa tradução de José Engrácia Antunes, seguida do original em inglês.

¹ Proposta de uma 9.ª Diretiva do Conselho, nos termos do Artigo 54/3/g) do Tratado da CEE, relativa às coligações de sociedades e, em particular, aos grupos.

² Proposta de um Regulamento do Conselho, relativo ao Estatuto da Sociedade Europeia (COM/70/600/FINAL).

considera que a proteção dos credores sociais e dos sócios minoritários se encontra suficientemente assegurada pelo direito societário “comum”, porventura aditado de algumas especificidades para o caso dos grupos.

(2) Até ao virar do século, o direito dos grupos de sociedades não recebeu qualquer atenção por parte das autoridades europeias. O Regulamento da “Societas Europea” de 2001 deixou aos Estados membros a decisão sobre a aplicação ou não de regras especiais às relações de grupo com sociedades anónimas europeias sediadas no respetivo território³. Do mesmo modo, a Comissão Europeia mostrou-se reticente ao acolhimento de propostas académicas, tal como sucedeu com as formuladas pelo “Forum Europeu sobre o Direito dos Grupos”⁴. Ainda assim, a proposta deste Forum no sentido do acolhimento da “fórmula Rozenblum”, adotada pela “Cour de Cassation” francesa, teve eco em alguns Estados membros, dando azo, pelo menos, a um debate intenso.⁵

(3) Em todo o caso, as incertezas originadas pela situação de sociedades de um Estado membro que projetam estabelecer uma filial num outro Estado membro apontam para uma necessidade de intervenção. Com efeito, a administração da filial deve ter presente a responsabilidade civil e até penal decorrente da execução de instruções e ordens emitidas pela sociedade-mãe estrangeira que possam ser consideradas como contrárias ao interesse da própria filial. Esta situação levou justamente o “Grupo de Reflexão sobre o Futuro do Direito Societário Europeu” a apresentar em 2011 ao legislador europeu uma série de propostas⁶ que, em larga medida, foram acolhidas no “Plano de Ação Relativo ao Direito Societário Europeu e Governo das Sociedades” da Comissão Europeia de 2012⁷.

³ Regulamento do Conselho CE/2157/2001, de 8 de outubro, relativa ao Estatuto da Sociedade Anónima Europeia.

⁴ Forum Europeum Corporate Group Law, *Corporate Group Law for Europe*, in: “European Business Organization Law Review”, 2000, p. 165.

⁵ Cour de Cassation – Cass. Crim 4.2.1985, in: “JCP/E” 1985, II, 14614.

⁶ J. Engrácia Antunes, Theodor Baums, Blanaid Clarke, Pierre-Henri Conac, Luca Enriques, Harm-Jan de Kluiver, Noëlle Lenoir, Vanessa Knapp, Stanislaw Soltysinski, e Eddy Wymeersch, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, de 5 de abril de 2011, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf. Sobre este trabalho, vide ainda J. Engrácia Antunes, *Novos Rumos do Direito Societário Europeu – O “Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law”*, in: “II Congresso Direito das Sociedades em Revista”, 347-353, Almedina, Coimbra, 2012.

⁷ Action Plan: European Company Law and Corporate Governance – A Modern Legal Framework for More Engaged Shareholders and Sustainable Companies (COM(2012) 740 final, de 12 de dezembro de 2012) disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>.

(4) Este Plano de Ação contempla iniciativas legislativas tendo em vista determinados aspetos, nomeadamente: o reconhecimento do interesse do grupo, a regulação dos negócios entre partes relacionadas, o reforço da transparência dos grupos societários, e uma reflexão sobre o futuro da “Societas Privata Europea” (SPE). Na sequência da consulta pública, a Comissão Europeia elaborou um projeto de alteração à Diretiva sobre os direitos dos acionistas nas sociedades cotadas, incluindo os negócios entre partes relacionadas, e uma proposta de diretiva sobre sociedades unipessoais de responsabilidade limitada (“Societas Unius Personae” ou SUP)⁸.

Autores e Objetivos da Proposta

(5) As propostas aqui apresentadas, em paralelo com aquelas que foram apresentadas por outros grupos de trabalho tal como o “European Model Company Act” (EMCA), são o fruto de discussões havidas no seio do grupo de trabalho constituído com vista a contribuir para os aspetos atrás referidos, muito em particular para o reconhecimento do interesse do grupo e o reforço da transparência grupal como meio para evitar possíveis abusos. O grupo, denominado “Forum Europaeum on Company Groups” (doravante abreviadamente Forum) é composto por académicos e advogados provenientes de vários Estados membros que partilham um interesse teórico e prático pelo direito dos grupos (uma boa parte dos quais são também membros do anterior “Forum Europeum Konzernrecht”)⁹, e que consideram como imperativo essencial uma intervenção regulatória em matéria de grupos ao nível europeu, ainda que limitada ao necessário para assegurar a construção do Mercado Interno europeu.

(6) O grupo de trabalho tem perfeita consciência das dificuldades associadas a uma regulamentação dos grupos de sociedades, fundamentalmente em razão da necessidade de compatibilização de aspetos contraditórios entre si:

- os interesses da sociedade-mãe devem ser reconhecidos, mas igualmente o devem os interesses das sociedades filiais e das pessoas com estas relacionadas.

⁸ Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sociedades unipessoais de responsabilidade limitada (COM(2014) 212 final, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:212:FIN>

⁹ Cf. *supra* nota *.

- uma regulamentação dos grupos societários deve assegurar um melhor funcionamento do grupos ao mesmo tempo que assegura a proteção das sociedades componentes;
- os grupos divergem substancialmente em termos de organização e de dimensão, devendo tais diferenças ser tidas em consideração ao mesmo tempo que se mantém um quadro conceitual unitário;
- uma eventual regulação legal em matéria de grupos societários é matéria da responsabilidade dos Estados membros, sem prejuízo de determinados aspectos específicos dessa regulação deverem igualmente ser objeto de uma intervenção do legislador europeu. Os grupos encontram a base da sua regulação no direito societário nacional dos Estados membros e não requerem uma regulação global, não sendo intenção deste Forum relançar o debate ou defender a introdução de uma regulação global dos grupos semelhante àquela que a Comissão Europeia propôs nas décadas de 70 e 80. Todavia, considera-se apropriada uma intervenção europeia no que diz respeito aos grupos de sociedades com implantação transfronteiriça no espaço da União Europeia.

Tipos de Sociedades-Filhas

(7) Em conformidade com o “Plano de Ação” da Comissão Europeia, o Forum atribui quatro objetivos fundamentais a uma regulação jurídica europeia dos grupos societários. Em primeiro lugar, o legislador europeu deveria promover a formação de grupos transfronteiriços facilitando a respetiva constituição, restruturação e governo consolidado sem deixar de preservar o estatuto próprio das sociedades-filhas ou filiais enquanto pessoas jurídicas distintas subordinadas ao respetivo direito nacional. Em segundo lugar, aquele legislador deveria favorecer a instituição de um quadro regulatório harmonizado para as sociedades-filhas sediadas nos diferentes Estados membros. Em terceiro lugar, uma atenção particular deveria ser concedida aos grupos de pequenas e médias empresas (PME), de forma a encorajar a criação de filiais noutras Estados membros. Finalmente, em quarto lugar, os grupos transfronteiriços deverão poder beneficiar de regimes simples e de aplicação fácil desde que determinadas condições se encontrem preenchidas. Com este objetivo em vista, o Forum sugere a adoção de um sistema dualista, assente numa distinção entre sociedades-filhas de pequena dimensão (cujo regime deve assentar em critérios simples e de função puramente ancilar) e sociedades-filhas de

grande dimensão ou dotadas de uma maioria autonomia (submetidas a um regime de administração mais equilibrado).

(8) No que concerne as sociedades-filhas de pequena dimensão, o Forum tem presente que numerosas filiais não desempenham senão funções meramente auxiliares ou de assistência no seio do grupo, tal como o parqueamento de ativos ou a prestação de serviços a outras sociedades do grupo (cf. *infra* "Sociedades Instrumentais", pontos 10 e 11). Em contraste, existem outras filiais que gozam de uma maior autonomia económica no sentido em que podem possuir ou possuem relações próprias de negócio com terceiros (aqui denominadas "Sociedades Comuns"), as quais devem estar subordinadas a um regime mais complexo e elaborado, aplicável a todas as filiais que não sejam sociedades instrumentais (cf. *infra* pontos 12 a 14).

Direito de Instrução da Sociedade-Mãe

(9) A fim de permitir aos grupos societários implementar uma política homogénea relativamente a todas as respetivas filiais sediadas em diferentes Estados membros, estes dois tipos de sociedades-filhas deverão estar sujeitas à obrigação de acatamento das instruções emitidas pela sociedade-mãe, ainda quando tais instruções sejam contrárias ao interesse próprio dessas sociedades mas desde que as condições previstas adiante nos pontos 10 e 11 (em relação às sociedades instrumentais) e nos pontos 12 a 14 (em relação às sociedades comuns) se encontrem satisfeitas. Na mesma ordem de ideias, a União Europeia deverá colocar à disposição do Estados membros um modelo uniforme relativo aos deveres dos administradores em face dos terceiros, tais como o dever de apresentar publicamente contas sociais e os deveres relativos à insolvência e à proteção dos credores. Este regime deverá ainda ser complementado por uma disposição geral relativa aos deveres de diligência e de lealdade dos administradores.

A Sociedade Instrumental

(10) A fim de beneficiar do acesso ao regime simplificado das sociedades instrumentais, uma sociedade-filha deverá satisfazer as três condições seguintes:

- ser detida a 100%, direta ou indiretamente, pela sociedade-mãe;
- desempenhar uma função puramente auxiliar no seio do grupo, isto é, servir exclusivamente os interesses das demais sociedades do

grupo, incluindo a realização de financiamentos, o parqueamento de ativos, o fornecimento e venda de bens e serviços, a prestação de serviços centralizados especiais tais como gestão de pessoal, assessoria jurídica ou planeamento;

- não ultrapassar os limites previstos na legislação europeia relativos à dimensão das médias empresas, ou seja, ter mais de 250 trabalhadores, um balanço superior a 20 milhões de euros, ou um volume líquido de negócios superior a 40 milhões de euros.

(11) A sociedade instrumental está obrigada a cumprir todas as instruções emitidas pela sociedade-mãe, exceto quando tais instruções tenham por efeito impedir a satisfação das respetivas obrigações vencíveis no prazo de um ano a contar da data dessas instruções, podendo, alternativamente, ser prestada garantia pela sociedade-mãe, por outra sociedade do grupo ou por terceiro relativamente à obrigação em causa. A pedido de qualquer credor, a entidade garante deverá demonstrar de modo claro a sua capacidade de honrar a garantia prestada. No caso de tal garantia ser prestada por uma sociedade do grupo, os administradores da sociedade-filha devem ser informados de modo permanente e completo sobre a situação económica e financeira do grupo no seu todo e da sociedade que prestou a garantia. Em nenhum caso serão permitidas instruções emitidas pela sociedade-mãe ou outra sociedade agrupada sempre que a sua execução coloque em risco a existência da sociedade-filha. O direito da sociedade-mãe decidir formalmente sobre a dissolução e liquidação da sociedade-filha mantém-se, não sendo afetado pelas anteriores disposições.

A Sociedade Comum

(12) São sociedades comuns todas as sociedades-filhas que não sejam consideradas sociedades instrumentais, nos termos atrás definidos, ou que, preenchendo as condições referidas, optem voluntariamente por se submeter ao regime das sociedades comuns (cf. ponto 15). Enquanto membros de um grupo, as sociedades comuns devem dispor de um regime que lhes confira a possibilidade de beneficiarem de oportunidades de negócio: tal regime está assente na ideia de que, no longo prazo, um grupo razoavelmente governado tende a obter uma convergência dos interesses entre as sociedades membros do grupo. Em tal cenário, deverá ser reconhecido a cada grupo a liberdade de escolha da estrutura mais apropriada para si.

(13) Este regime, inspirado pela jurisprudência francesa “Rozenblum”, deverá reconhecer à sociedade-filha um determinado grau de autonomia

na definição da sua própria política e a correspondente responsabilidade por o fazer. As condições para aceder a tal regime são a existência de uma estrutura transparente e estável do grupo assim como de uma política de grupo consistente. A estrutura do grupo deve exibir uma autonomia relativa da sociedade-filha para prosseguir os seus próprios objetivos e a sua integração racional no grupo, por forma a conceder-lhe uma oportunidade realista de explorar as suas próprias oportunidades de negócio. Uma política consistente de grupo implica a existência de uma estratégia empresarial geral relativa à totalidade do grupo, que deve assegurar um equilíbrio dos interesses das sociedades agrupadas, incluindo da sociedade-mãe, numa perspetiva de longo prazo.

(14) Este regime deverá ainda abranger os mecanismos relativos à disciplina dos negócios entre partes relacionadas, semelhantemente àqueles que foram previstos nas recentes propostas de revisão da Diretiva sobre os direitos dos acionistas, caso tais negócios sejam significativos e não correspondam a transações correntes. A administração da sociedade-filha deverá promover a certificação independente do equilíbrio entre vantagens e inconvenientes de tal regime numa perspetiva de longo prazo, a qual poderá servir de base à análise a realizar pelos próprios acionistas minoritários e órgãos de administração e de fiscalização da sociedade. Caso os administradores de uma sociedade-filha concluam que uma determinada transação não é equilibrada, eles não estão obrigados a executá-la.

Opção pelo Regime das Sociedades Comuns (“Opting-In”)

(15) Caso as condições dos pontos 13 e 14 estiverem preenchidas, uma sociedade instrumental pode optar por se submeter ao regime da sociedade comum.

Publicidade

(16) As sociedades instrumentais devem mencionar a sua integração no grupo e a sua função auxiliar nas respetivas firmas e correspondência.

(17) As sociedades comuns devem fazer incluir, no âmbito da sua prestação de contas anuais, os seguintes relatórios especiais:

- Um relatório relativo à estrutura do grupo, elaborado pela sociedade-mãe, indicando as relações de participação de capital e elucidando sobre o governo do grupo durante o período de referência do relatório;

– Um relatório operacional, elaborado por cada sociedade-filha, descrevendo os princípios que regem as relações de negócio com as demais sociedades do grupo durante o período de referência, bem assim com as respetivas exceções.

Ambos os relatórios mencionados devem ser certificados por um auditor independente e devem estar acessíveis de forma adequada ao público em geral.

Sanções

(18) A violação das disposições da lei europeia que venham a ser aprovadas no sentido da presente proposta será objeto de um regime sancionatório civil, penal e administrativo a ser livremente estabelecido pelos Estados membros. Em qualquer caso, todos os Estados deverão imperativamente consagrar um direito de exoneração em favor dos acionistas minoritários de uma sociedade-filha comum (i.e. o direito de estes exigirem à sociedade-mãe a aquisição das suas partes sociais) sempre que a filial tenha sido gerida sem observância do equilíbrio exigido, de um modo grave e permanente.

Insolvência

(19) No caso de uma sociedade-filha (comum) entrar numa situação económica difícil ou num estado de insolvência, incumbe aos seus órgãos de administração a responsabilidade fundamental da sua gestão. Em tal situação, as instruções emitidas pelas demais sociedades do grupo deixam de ser de acatamento obrigatório, incumbindo, todavia, à sociedade-mãe o dever de prestar assistência à filial em dificuldades ou insolvente.

Reformas Legislativas Propostas

(20) O Forum propõe que o regime simplificado aplicável às sociedades instrumentais seja tido em consideração no âmbito dos trabalhos em curso sobre a diretiva relativa à “Societas Unius Personae” (SUP). Em contrapartida, o regime mais complexo aplicável às sociedades comuns implica uma reflexão jurídica e política mais aprofundada, devendo ser objeto de análise separada. Em todo o caso, ambos os regimes propostos

deverão ser acolhidos sob a forma de uma diretiva europeia, considerando que uma mera recomendação da Comissão não será suficiente para atingir o objetivo de promover uma gestão centralizada dos grupos de sociedades cujas filiais se encontram sediadas em diversos Estados membros.

Proposal to facilitate the management of cross-border company groups in Europe

Legislative background

(1) During the 1970s the Commission initiated two significant attempts to regulate the grouping of companies by elaborating particular sets of rules for these kinds of organisations: Firstly, the Commission presented a draft for a 9th Directive on groups of companies which was inspired by the German Aktiengesetz of 1965, but subsequently followed a conception of its own.¹⁰ Secondly, it inserted a chapter on company groups in its draft for a Regulation of the Societas Europaea, devoting to the subject the full Title VII including no less than 7 Sections.¹¹ Both projects were dropped in the 1980s, because a considerable majority of the Member States were (and still are) of the opinion that there is no need for a general regulation of groups. The majority considers the protection of creditors and minority shareholders as being generally guaranteed under "normal" national legislation on companies, maybe supplemented by some specifications for groups.

(2) Up until the end of the century, the law on groups of companies received no official attention at the European level. The SE-Regulation of 2001 left it to the Member States to decide whether they would apply particular rules to group ties of SEs domiciled in their territory.¹² In the same sense the Commission refrained from taking up academic proposals such as those of the Forum Europaeum Konzernrecht¹³. However, the Forum's suggestion to integrate the "Rozenblum formula" of the French Cour de

¹⁰ Draft Proposal for a Ninth Council Directive pursuant to Article 54(3)(g) of the EEC Treaty relating to links between undertakings and in particular on groups.

¹¹ Proposal for a Council Regulation embodying a Statute for the European Company (COM/70/600/FINAL).

¹² Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European Company.

¹³ *Forum Europaeum Corporate Group Law*, Corporate group Law for Europe, European Business Organization Law Review, 2000, p. 165.

Cassation¹⁴ caused an echo in one or the other Member State inspiring at least a lively discussion.

(3) In this respect, the demand for action at the European level is triggered by uncertainties arising when a company in one Member State plans to establish a subsidiary in another. The subsidiary's management must consider the liability and possibly penal sanctions flowing from the execution of a foreign parent's instructions and orders, which could be considered to be against the subsidiary's interests. This moved the Reflection Group on the Future of EU-Company Law in 2011 to submit to the EU legislator a series of proposals¹⁵, which to a large degree, have been taken up by the EU-Commission in its Action Plan on company law of 2012¹⁶.

(4) This Plan considers initiatives in view of recognition of certain features, specifically: the group interest, a regulation on related party transactions, and the information requirements and reflections on the future of the Societas Privata Europaea (SPE). Following the consultation procedure the Commission took further action by drafting amendments to the Directive on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, including rules on related party transactions¹⁷, and by proposing a Directive on single-member private limited liability companies (Societas Unius Personae SUP)¹⁸.

¹⁴ Cour de Cassation – Cass. crim 4.2.1985, JCP/E 1985, II, 14614 followed by Cour de Cassation – Cass. com. 12.11.1973, Bull. civ. IV Nr. 322.

¹⁵ Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, of 5 April 2011, available under http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf.

¹⁶ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Action Plan: European company law and corporate governance – a modern framework for more engaged shareholders and sustainable companies (COM(2012) 740 final) of 12 December 2012, available under <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>.

¹⁷ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance account (COM(2014) 213 final) of 9 April 2014, available under <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0213&from=EN>.

¹⁸ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on single-member private limited liability partnerships (COM(2014) 212 final, available under http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:100dbdec-c08b-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0002.01/DOC_1&format=PDF.

Authors and purpose of the present paper

(5) The propositions here presented (parallel to those of other parties like the EMCA working group¹⁹) are the result of debates of a privately constituted working group aimed at following up certain topics indicated by the Commission, i.e. recognizing the interest of the group as a whole and securing transparency of possible abuses. The working group, identifying itself as Forum Europaeum on Company Groups (FECG), is composed of academics and practitioners from various European States with professional affinity to the law on groups. These persons are to a substantial degree, identical with the experts responsible for drafting the paper mentioned under para. 2 above. They are inspired by the consideration that tackling the subject at the European level remains an important desideratum while the scope, however, should be limited to the immediate perspectives of the Common Market.

(6) On the substance, the working group is aware of the specific difficulties in ruling on company groups because of the need to harmonize opposite aspects:

- The interests of the group parent must have their place, but so do the interests of the particular companies and their stakeholders.
- Thus, a regulation on groups must equally be aimed at better enabling the activities of the group and at protecting the positions of the companies involved. It should further the cooperation of the group as a whole while securing the subsidiaries against abuses of the parent's power.
- Groups and their subsidiaries vary largely in terms of their size and function. Adaptations reflecting such differences have to be considered, albeit within the boundaries of a common conceptual roof.
- With a view to legislation in Europe, the matter concerns the Member States, notwithstanding that some aspects should receive the attention of the Union. Company groups are subject to the national laws; groups have their legal basis in general company law and do not require a full-fledged regulation of their own. Therefore, it certainly is not an intention of the present proposal to trigger a revival of an all-round-regulation on groups of companies as attempted by the European Community in the 1970s and 80s. But it is considered appropriate to deal, at the European level, with those groups which have a plurinational extension within the EU.

¹⁹ For further information see: <http://law.au.dk/forskning/projekter/europeanmodelcompanyactemca/>.

Two types of subsidiaries

(7) In conformity with the Commission, the FECG envisages four main purposes of a European group regulation. Firstly, it should further the transnational formation of groups by facilitating their establishment, restructuring and their consolidated governance whilst leaving untouched the subsidiaries' statuses as separate entities under their respective domestic laws. Secondly, it should further common conditions for pluralities of subsidiaries in a plurality of Member States. Thirdly, special attention is to be given to small and medium-sized groups, encouraging group ties across-the border. Fourthly, these groups should be offered an easily applicable regime, provided that certain conditions are fulfilled. In this sense, the paper suggests a twofold system, providing clear-cut criteria for smaller and auxiliary subsidiaries, whereas larger and more independent entities underlie the general auspices of equilibrated governance.

(8) Regarding the smaller subsidiaries, the paper is inspired by the consideration that numerous subsidiaries have a purely auxiliary function within the group, such as holding assets or providing services for other group companies (hereinafter "Service Company"; infra para. 10 s.). In contrast to these kinds of subsidiaries, others may have a certain economic autarky in the sense that they could be, or are, in business with third parties on their own account. These require a more sophisticated regime (infra paras. 12 to 14). This must apply to all subsidiaries which are not Service Companies (hereinafter "Ordinary Companies").

Parent's right to give directions

(9) In order to warrant a homogenous policy among group members in different Member States, both types of subsidiaries mentioned should be under a duty to follow the directions of the parent, even if such directions are against a subsidiary's proper interests and as long as the conditions of either paras. 10 and 11 (Service Company) or paras. 12 to 14 (Ordinary Company) are fulfilled. In the same line of thought, the Union should provide among its Member States a uniform standard for the manager's duties towards the general public, such as the duty to establish public accounts and the duties provided by the law on creditor protection or on insolvency. This should be topped by an encompassing rule on the manager's duties of care and loyalty.

The Service Company

(10) To obtain the simplified status as a Service Company, a subsidiary must meet three criteria:

- It must have a purely auxiliary function within the group, i.e. it must exclusively serve the interests of other companies of the group, such as in finance, holding assets, supply and sales, providing centralized specific services such as personnel administration, planning or legal services.
- It may not exceed any of the EU limits for middle-sized companies, with not more than 250 employees, and a balance sheet sum of not more than Euro 20 million or yearly sales of 40 million.
- It must be wholly owned by companies belonging to the group.

(11) A Service Company must observe all directions coming from the parent company, unless the directions have the effect of precluding the Service Company from fulfilling its obligations falling due within a 12 month period following the direction. Alternatively, a guarantee may be provided by the parent company, another company of the group or a third party covering the debts of the subsidiary falling due within a 12 month period at all times, i.e. on a revolving basis. Upon demand by any creditor, a guarantor must demonstrate its clear capability to honour the guarantee. Should a company of the group act as a guarantor, the subsidiary's directors must, at all times, be fully informed of the economic and financial state of the whole group and the guaranteeing company. Under no circumstances may a direction of the parent or another company of the group be followed under which the subsidiary's existence is endangered. The right of the parent company to formally liquidate its subsidiary remains unaffected.

The Ordinary Company

(12) Ordinary Companies are all subsidiaries not qualifying as service companies or having opted out of that regime. Ordinary Companies, as members of the group organisation, should be placed under a regime which grants them a fair chance to exploit their business opportunities. This regime is conceived upon the idea that, in the long run, a reasonably directed group tends to a parallelism of interests among the grouped companies. This being established, it should be within the freedom of the individual group to give itself an appropriate structure.

(13) This system, inspired by the French “Rozenblum” formula, should leave to the subsidiary a domain of proper policy shaping and a corresponding responsibility to do so. The preconditions for this regime are a well settled, clear structure of the group and the subsidiaries, and a coherent group policy. The structure should show both a relative autonomy of the subsidiary in realising its specific purpose and a rational integration in and by the group, such as to secure the subsidiary a fair chance to exploit its opportunities. A coherent group policy implies a comprehensive business plan covering the entirety of the group. This plan should equilibrate the interests among the group companies, including the parent, from a long-term perspective.

(14) The system for Ordinary Companies must comprise mechanisms concerning related party transactions of the kind provided in the recent proposals for reforming the Directive on Shareholders’ Rights, if a transaction is substantial and not regularly occurring. An independent fairness opinion has to be requested by the board of any Ordinary Company which must assess the advantages and disadvantages by applying the long-term scope of that system. So oriented, the fairness opinion can serve as a basis for the shareholders, the supervisors and the board in forming their own views. If the directors of the subsidiary come to the conclusion that a transaction is unfair, they are not obligated to carry it out.

Opting in

(15) If the conditions of paras. 13 and 14 are fulfilled, a Service Company can opt to switch its status to that of an Ordinary Company.

Publicity

(16) Service Companies must indicate their integration within a group and their service function in their firm name and in their letterhead.

(17) Ordinary Companies have to establish special annual reports of two kinds, in addition to their regular accounts:

- The parent should deliver a structural report, in the sense that it indicates the ties of ownership within the group and elucidates the governance system observed in the reporting period.
- Each subsidiary should establish a transactional report describing the principles observed in their business with other group companies during the reporting period, and exceptions applied to these principles.

These reports must be audited by an independent professional and be made accessible in an adequate form to the general public.

Sanctions

(18) Violation of EU-legislation in the sense of the above proposal should be prosecuted by the Member States applying effective civil, administrative and/or penal procedures. Member States, however, should necessarily include in those sanctions that an external shareholder of an Ordinary Company has a right to sell his shares to the parent, if the company has been treated in disregard of the required equilibrium in a serious or lasting way.

Crisis and Administration under insolvency law

(19) Should a subsidiary enter into a business crisis threatening its existence, its own directors and management have the primary responsibility for conducting its affairs. Directions from other group companies must cease to have a binding effect, although the parent's duty to assist the subsidiary must continue.

Legislative steps suggested

(20) It is suggested that the simplified system proposed for Service Companies be immediately tackled by the European Legislator in the context of preparing the Directive on the Societas Unius Personae (SUP). On the other hand, the equilibration system as it is proposed for the subsidiaries constituting Ordinary Companies asks for more legal and political elaboration and should be placed on a track of its own. But both of these projects should be conceived as a formal Directive. A mere Recommendation by the Commission could not serve the purpose to encourage a common management for groups settled in several States of the Common Market.



DOUTRINA

RESUMO: Este texto aborda os efeitos na evolução do direito das sociedades dos acontecimentos políticos que se seguiram a 25 de abril de 1974, procurando evidenciar e explicar ligações entre o desenvolvimento do direito das sociedades antes e depois do «período revolucionário».

Palavras-chave: Direito e evolução económica.

ABSTRACT: This text addresses the effects on the evolution of company law of the political events that followed the Portuguese revolution of 1974, searching to expose and to explain links between the development of company law before and after the «revolutionary period».

Keywords: Law and economic evolution.

RUI PINTO DUARTE*

O impacto do 25 de Abril no Direito das Sociedades

0. Enquadramento

Tendo sido convidado para falar num seminário sobre o futuro do direito comercial, respondi que não podia, por disso nada saber. Na conversa que se seguiu, admiti julgar conhecer alguma coisa do passado – talvez não do verdadeiro, mas das suas sombras. Acabei por me comprometer a abordar, em tal seminário, algumas delas e foi para preparar o cumprimento dessa obrigação que escrevi uma primeira versão das páginas que se seguem. Como alguns das que as leram acharam que elas poderiam interessar a outros, aqui se publicam.

* Advogado

1. Os projetos legislativos sobre sociedades nos anos 60, 70 e 80 do século XX

Quando, em 1944, se planeou a reforma do direito civil que veio a dar origem ao Código Civil de 1966, foi contemplada a possibilidade de incluir nessa reforma o direito comercial¹. O art. 1.º do Dec.-Lei 33.908,

¹ Tenha-se presente, além do mais, que em 1942 tinha sido publicado (na sua forma completa) o código civil italiano, que também compreendia (como continua a compreender) o direito comercial.

de 4 de setembro de 1944, que formalizou o lançamento da preparação do que veio a ser o atual Código Civil estabeleceu:

«Artigo 1.º Fica o Ministro da Justiça autorizado a promover os trabalhos de elaboração de um projecto de revisão geral do Código Civil, podendo, para esse fim, nomear um ou vários jurisconsultos ou uma comissão, bem como os colaboradores que forem julgados necessários.

§ único. O projecto de que trata êste artigo poderá englobar o direito comercial; e, caso se julgue preferível manter um código comercial independente, será aplicável à revisão do Código Comercial o que se dispõe neste decreto acerca da revisão do Código Civil.»².

No entanto, a comissão que preparou o Código Civil decidiu deixar de lado a reforma do Código Comercial.

Em 1961, quando a preparação do Código Civil se aproximava do fim, o Ministro da Justiça decidiu promover a revisão da legislação comercial – o que, porém, não avançou até 1967, ano em que foi nomeada uma comissão encarregada especificamente de rever o direito das sociedades³.

² O preâmbulo do diploma referiu-se ao assunto nos seguintes termos: «Não é esta a ocasião de dizer se o novo Código Civil englobará o direito comercial. O problema, no entanto, está pôsto e terá de ser examinado: haverá que resolver se ainda subsistem as razões de autonomia do direito comercial ou se, ao contrário, a época actual já se não compadece com a existência de um domínio jurídico à parte, no qual se desenvolvam as actividades comerciais. Por isso se prevê que os trabalhos de revisão abranjam o direito comercial. O Código Comercial não está menos precisado de revisão do que o Código Civil. Poderiam, reproduzir-se, a respeito dêle e de uma maneira geral, as razões que atrás de expuseram para a revisão deste último. Certos capítulos do direito comercial, como o das sociedades (e, em especial, a parte das sociedades por acções), o do seguro, o do comércio marítimo e aéreo, têm sofrido por toda a parte tam poderosas transformações, e requerem de tal modo uma adaptação ao desenvolvimento económico do mundo moderno, que a revisão da legislação comercial é de manifesta necessidade. De forma que de duas uma: ou se inclue esse trabalho no projecto do Código Civil, caso se entenda não haver já motivo para a separação dos dois Códigos, ou se procede ao estudo independente da revisão do Código Comercial. Em relação ao comércio marítimo e aéreo pode entender-se que deverá antes organizar-se um código da navegação, e a Comissão Permanente de Direito Marítimo Internacional estudou já a remodelação do livro III do Código Comercial, que se ocupa do comércio marítimo.».

³ Além dos próprios trabalhos preparatórios, as principais fontes sobre as iniciativas de reforma da legislação comercial que tiveram lugar nos anos 60 a 80 que uso no texto são: FERNANDO OLAVO, *Alguns Apontamentos sobre a Reforma da Legislação Comercial*, in BMJ n.º 293, Fevereiro 1980, pp. 5 e ss.; ANTÓNIO CAEIRO, *A Parte Geral do Código das Sociedades Comerciais*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Afonso Rodrigues Queiró*, número especial do BFDUC, 1984 (mas 1989, com separata de 1986), vol. I, pp. 621 e ss., e *Princípios*

Compunham-na Vaz Serra (que presidia), Ferrer Correia, Fernando Olavo e Raul Ventura, que chamaram a colaborar com eles vários outros especialistas. Dessa comissão saíram vários anteprojetos parcelares⁴.

Após 25 de Abril de 1974 (mais exatamente, por despacho do Ministro da Justiça de 3 de setembro de 1977), foi nomeada nova comissão, presidida por Ferrer Correia, que, a par de trabalhos de fundo⁵, preparou vários diplomas de vocação menos ambiciosa⁶.

Só na década de 80 foi tomada a decisão política de elaborar um código das sociedades e se avançou decididamente nesse sentido. O Ministro da Justiça do VII Governo Constitucional⁷, José Menéres Pimentel, encarregou Raul Ventura da tarefa – que este cumpriu em poucos meses, aproveitando os trabalhos dos anos sessenta e setenta. A revisão desse antepro-

Fundamentais da Reforma do Direito das Sociedades Comerciais, in Textos, Sociedades Comerciais, Centro de Estudos Judiciários/Conselho Distrital do Porto da Ordem dos Advogados, 1994/1995, pp. 9 e ss.; a nota preambular do Ministro da Justiça ao Projeto de Código das Sociedades publicado no BMJ n.º 327, de junho de 1983 (pp. 43 e 44).

⁴ Nomeadamente, os seguintes:

- De ADRIANO VAZ SERRA, *Assembleia Geral, in BMJ n.º 197* (junho 1970), pp. 23 e ss., e *Acções Nominativas e Acções ao Portador, in BMJ n.ºs 175* (abril 1968), pp. 5 e ss., 176 (maio 1968), pp. 11 e ss., 177 (junho 1968), pp. 5 e ss. e 178 (abril 1968), pp. 17 e ss.;
- De RAÚL VENTURA: *Sociedade por Quotas de Responsabilidade Limitada – Anteprojecto – Segunda Redacção, antecedido do texto Apontamentos para a Reforma das Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada* (publicado no BMJ n.º 182, de que foi tirada separata, que incluiu também o texto de Luís de Brito Correia, publicado no mesmo número do BMJ, *A Comunidade Económica Europeia e a Harmonização das Legislações sobre Sociedades – Lisboa, 1969*) e *Fusão e Cisão de Sociedades* (publicado na *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. XXIV, 1972);
- De RAÚL VENTURA e LUIS DE BRITO CORREIA: *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas*, Lisboa, 1970 (publicado nos n.ºs 192 a 195 do BMJ, de que foi tirada separata – Lisboa, 1970) e *Transformação de Sociedades Anteprojecto e Notas Justificativas*, Lisboa, 1973 (publicado nos n.ºs 218 a 220 do BMJ, de que foi tirada separata – Lisboa, 1973);
- De FERNANDO OLAVO e GIL MIRANDA: *Sociedade em Comandita Notas Justificativas* (publicado nos n.ºs 221, 223 e 224 do BMJ);
- De A. FERRER CORREIA e ANTÓNIO A. CAEIRO: *Anteprojecto de Lei das Sociedades Comerciais, Parte Geral I* (publicado no BMJ n.ºs 185 e 189, de que foi tirada separata publicada pelo Centro de Direito Comparado da Faculdade de Direito de Coimbra – Coimbra, 1973).

⁵ É o caso do anteprojeto de lei das sociedades por quotas da autoria de A. FERRER CORREIA, VASCO LOBO XAVIER, MARIA ÂNGELA COELHO e ANTÓNIO A. CAEIRO intitulado *Sociedade por Quotas de Responsabilidade Limitada Anteprojecto de Lei – 2.ª Redacção e Exposição de Motivos* (publicado na *Revista de Direito e Economia*, ano III, n.º 1 janeiro/junho 1977, de que foi tirada separata – Coimbra, s/d).

⁶ Como foi o caso do Dec.-Lei 363/77, de 2 de setembro, adiante referido.

⁷ De que foi Primeiro-Ministro Francisco Pinto Balsemão.

jeto, já durante o VIII Governo Constitucional⁸, foi feita por um grupo composto pelo Ministro (o mesmo José Menéres Pimentel, então não só Ministro da Justiça como da Reforma Administrativa), pelo próprio Raul Ventura, por Fernando Olavo e por António A. Caeiro. Dessa revisão saiu o projeto que foi publicado⁹.

2. As leis sobre sociedades do governo de Marcello Caetano

Foram muitas as leis sobre matéria comercial do governo de Marcello Caetano, em especial sobre sociedades. Entre elas, lembro as seguintes:

- Dec.-Lei 49.381, de 15 de novembro de 1969 (fiscalização das sociedades e responsabilidades dos membros do órgão de administração);
- Dec.-Lei 1/71, de 6 de janeiro (venda de grandes lotes de ações);
- Dec.-Lei 397/71, de 22 de setembro (obrigações convertíveis em ações);
- Dec.-Lei 271/72, de 2 de agosto (*holdings* e afins);
- Dec.-Lei 1/72, de 3 de janeiro (revisão de contas);
- Dec.-Lei 55/72, de 16 de fevereiro (emissão de ações);
- Dec.-Lei 154/72, de 10 de maio (limitação do poder de voto dos acionistas e superação de divergências entre sócios com igual poder de voto);
- Lei 4/73, de 4 de junho, e Dec.-Lei 430/73, de 25 de agosto (agrupamentos complementares de empresas);
- Dec.-Lei 598/73, de 8 de novembro (fusão e cisão de sociedades);
- Dec.-Lei 8/74, de 14 de janeiro (organização e funcionamento das bolsas de valores).

Quase todas essas leis tiveram preparação cuidada e revelam conhecimento do que se ia passando nos países europeus mais desenvolvidos. Como exemplos, tomem-se os diplomas sobre fiscalização das sociedades e responsabilidade dos membros do órgão de administração, agrupamentos complementares de empresas e fusão e cisão de sociedades.

Sobre o Dec.-Lei 49.381, lembro que, na parte da fiscalização, foi objeto de extenso parecer da Câmara Corporativa de que foi relator Adelino da Palma Carlos e no qual intervieram, entre outros, Armando Marques

⁸ De que também foi Primeiro-Ministro Francisco Pinto Balsemão.

⁹ Como já adiantei, no BMJ n.º 327, junho 1983, pp. 43 e ss.

Guedes, Pires de Lima, Paulo Cunha, Bustorff Silva e Pires Cardoso¹⁰ e que, na parte da responsabilidade dos administradores, assentou em trabalhos de Raul Ventura e Luís de Brito Correia¹¹.

Sobre a Lei 4/73 e o Dec.-Lei 430/73, relembro que tiveram na sua base anteprojetos de Raul Ventura e de Arala Chaves¹² e que aquela foi objeto de parecer da Câmara Corporativa¹³ de que foi relator Adelino da Palma Carlos e no qual intervieram, entre outros, José Gabriel Pinto Coelho, Antunes Varela e Paulo Cunha.

Sobre o Dec.-Lei 598/73, volto¹⁴ a chamar a atenção para que, numa época em que a integração de Portugal na CEE ainda não se vislumbrava, operou uma «comunitarização» *avant-la-lettre* do direito português, na medida em que os regimes da fusão e da cisão nele consagrados foram claramente influenciados pelos trabalhos então em curso na CEE acerca dessas matérias¹⁵.

A quantidade (e a qualidade) das leis marcelistas em matéria de sociedades não terá sido acaso. A evolução económica do país e outros fatores a que adiante aludirei servem de explicação. Por agora, limito-me a registar que um dos mais emblemáticos desses diplomas teve para Marcello Cae-

¹⁰ Parecer n.º 32/IX, publicado nas *Actas da Câmara Corporativa*, n.º 149, de 8 de outubro de 1969. Paulo Cunha e Pires Cardoso lavraram votos de vencido, o que é destacar pela especial autoridade que tinham em matéria da fiscalização – o primeiro por ter sido relator do (profundo) parecer da Câmara Corporativa de 2 de março de 1943 sobre o tema (v. Diário das Sessões, n.º 19, de 12 do mesmo mês, pp. 172 e ss.) e o segundo por força da sua obra *Problemas do Anonimato*, cujo vol. II, intitulado *Fiscalização das Sociedades Anónimas* (Lisboa, Empresa Nacional de Publicidade, 1943) continha a mais extensa análise do tema feita na literatura portuguesa.

¹¹ Publicados sob o nome unitário *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas* (v. nota 4), mas divididos em dois textos, um intitulado *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas* e *Nota Explicativa do Capítulo II do Decreto-Lei n.º 49.381, de 15 de Novembro de 1969*.

¹² Permito-me remeter para JOSÉ ANTÓNIO PINTO RIBEIRO e RUI PINTO DUARTE, *Dos Agrupamentos Complementares de Empresas*, Lisboa, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal (118), 1980, *maxime* pp. 153 e ss., 162 e ss. e 181 e ss. (onde são reproduzidos os anteprojetos de Raul Ventura e Arala Chaves e as conclusões do parecer da Câmara Corporativa).

¹³ Parecer n.º 47/X, publicado nas *Actas da Câmara Corporativa*, n.º 139, de 12 de janeiro de 1973.

¹⁴ V. o meu *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, p. 134.

¹⁵ V. os já citados textos de Raul Ventura intitulados *Fusão e Cisão de Sociedades e Cisão de Sociedades*, publicados nos vols. XXIV e XXV (1972 e 1973) da *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa* – sendo de sublinhar que do n.º 6 do segundo consta o ponto da situação do Direito Comunitário na matéria.

tano importância tal¹⁶ que lhe mereceu as seguintes palavras num livro que escreveu pouco depois do derrube do seu governo¹⁷:

«Não quero deixar de fazer referência a uma medida que reputo da maior importância: a que instituiu um regime de fiscalização das sociedades anônimas. Era uma necessidade instante e dela tinha há muitos anos plena consciência. Por isso, mal chegado ao governo pedi ao Ministro da Justiça que preparasse um projeto de diploma sobre o assunto, expondo-lhe as minhas idéias pessoais: aproveitarmos, em período de transição, os conselhos fiscais mas regulando a intervenção progressiva de revisores oficiais de contas, cuja profissão se deveria criar e regulamentar, no controle da contabilidade das sociedades; e fixar normas sobre os elementos a incluir nos documentos a publicar obrigatoriamente para a prestação anual de contas, caminhando-se no sentido de uma racionalização da contabilidade tal como é de há muito praticada nas sociedades de seguros.

Daqui nasceu o Dec.-Lei n.º 49.381 de 15 de novembro de 1969, depois pacientemente executado, no meio da má vontade ou incompreensão da maioria das sociedades. Em 1972 deu-se mais um passo na regulamentação de alguns tipos de sociedades com maior projeção no mercado financeiro; e, em 1973 já se podia instalar a Câmara dos Revisores Oficiais de Contas para começar em 74 a atuação deles. Oxalá não se abandone este caminho que iria desembocar, estou certo disso, numa efetiva fiscalização das sociedades anônimas, até aqui praticamente inexistente.»¹⁸.

3. As leis sobre sociedades e a intervenção do Estado nas empresas durante o período de transição para a democracia

Do golpe de Estado de 25 de abril de 1974 não resultou (nem poderia ter resultado) a instauração imediata de um regime democrático insti-

¹⁶ Importância essa que Luís MENEZES LEITÃO também reconhece quando, ao examinar as medidas do governo de Marcello Caetano, lhe dá lugar central dentro da política de justiça (*Marcello Caetano Um Destino*, Quetzal, 2014, p. 539).

¹⁷ *Depoimento*, Rio de Janeiro e São Paulo, Distribuidora Record, 1974 (constando a passagem transcrita da p. 120).

¹⁸ Ainda sobre a preparação e o alcance do diploma em causa, v. MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA, «Nótula Sobre a Criação dos Revisores Oficiais de Contas e das Sociedades de Revisão», in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 141, n.º 3.975, julho-agosto 2012, pp. 334 e ss. (texto também publicado no *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, vol. LXXXVIII, tomo II, 2012, pp. 909 e ss.).

tucionalizado. Abriu-se um período de transição, que, do ponto de vista constitucional, terminou com a entrada em vigor da Constituição de 1976.

Durante esse período, os órgãos do poder político não foram sempre os mesmos. Nos primeiros dias, o poder formal coube totalmente à Junta de Salvação Nacional¹⁹, mas esta pouco depois dividiu-o com os órgãos de soberania que instituiu: Assembleia Constituinte, Presidente da República, Conselho de Estado e Governo Provisório²⁰. Os acontecimentos de 11 de março de 1975 deram lugar à extinção da Junta de Salvação Nacional e do Conselho de Estado e à instituição²¹ do Conselho da Revolução e da Assembleia do Movimento das Forças Armadas²².

A evolução política durante o período de transição também se exprimiu na intervenção do Estado nas empresas privadas, seja na definição do seu quadro legal, seja por atos concretos.

Embora condicionada pelos outros órgãos do poder político, essa intervenção esteve sobretudo a cargo dos Governos Provisórios que se foram sucedendo. Poucos atos de intervenção foram diretamente praticados pelos demais órgãos – ainda que alguns dos mais importantes o fossem, como lembrei adiante.

Os Governos Provisórios iniciaram-se em 15.5.1974 (data dos Decretos n.ºs 204/74, 205/74 e 206/74, que nomearam o Primeiro-Ministro e os demais membros do Primeiro Governo Provisório) e terminaram em 23.7.1976 (data dos Decretos n.ºs 603-A/76, 603-B/76, 603-C/76 e 603-D/76, que nomearam o Primeiro-Ministro e os demais membros do Primeiro Governo Constitucional). As suas orientações refletiram a evolução política, tendo sido claramente heterogéneas e contraditórias, mas, para os fins do presente texto, não há que entrar na análise das mesmas²³.

¹⁹ Nos termos da Lei 1/74, de 25 de abril.

²⁰ Nos termos da Lei 3/74, de 14 de maio.

²¹ Pela Lei 5/75, de 14 de março.

²² Para a história constitucional do período de transição para a democracia, v. JORGE MIRANDA, *A Constituição de 1976 Formação, Estrutura, Princípios Fundamentais*, Lisboa, Livraria Petrony, 1978, em especial os dois primeiros capítulos.

²³ Deixo, contudo, recordado que:

- O Primeiro Governo Provisório teve como Primeiro-Ministro Adelino da Palma Carlos (nomeado pelo referido Decreto 204/74, de 15 de maio);
- O Segundo Governo Provisório teve como Primeiro-Ministro Vasco Gonçalves (nomeado pelo Decreto 336/74, de 17 de julho);
- O Terceiro Governo Provisório teve como Primeiro-Ministro Vasco Gonçalves (nomeado pelo Decreto 498-C/74, de 30 de setembro);
- O Quarto Governo Provisório teve como Primeiro-Ministro Vasco Gonçalves (tendo as alterações da estrutura do Governo e a remodelação governamental que deram origem

Embora seja claro que o direito comercial não esteve no «olho do furacão», seria falso dizer que os Governos Provisórios não intervieram na área, em especial no campo das sociedades. No entanto, as mais relevantes das suas leis sobre empresas tiveram cunho de direito público, pois destinaram-se a regular e a determinar a intervenção do Estado em empresas privadas e a decretar nacionalizações.

Amalgamando leis e atos administrativos de vária índole, destaco como marcos da intervenção do Estado nas empresas durante o período de transição para a democracia:

- O programa do Movimento das Forças Armadas (recebido na ordem jurídica pela Lei 3/74, de 14 de maio – decretada pela Junta de Salvação Nacional²⁴);
- O programa do Primeiro Governo Provisório (Dec.-Lei 203/74, de 15 de maio – decretado pela Junta de Salvação Nacional);
- A limitação das remunerações nas sociedades participadas pelo Estado e concessionárias de serviços públicos (Dec.-Lei 446/74, de 13 de setembro);
- A nacionalização dos bancos emissores (Decs.-Leis 450/74, 451/74 e 452/74, de 13 de setembro);
- A atribuição de novos poderes do Estado quanto às instituições de crédito e parabancárias (Dec.-Lei 540-A/74, de 12 de outubro);
- A intervenção no Banco Intercontinental Português (Despacho de 12 de outubro de 1974);
- O regime de requisição civil (Dec.-Lei 676/74, de 20 de novembro);
- O regime de intervenção nas empresas privadas (Dec.-Lei 660/74, de 25 de novembro);
- O novo regime de nomeação de administradores por parte do Estado (Dec.-Lei 76-C/75, de 21 de fevereiro);

ao novo Governo sido levadas a cabo pelos Dec.-Leis 158-A/75 a 158-G/75, todos de 26 de março);

- O Quinto Governo Provisório teve como Primeiro-Ministro Vasco Gonçalves (tendo a remodelação governamental que deu origem ao novo Governo sido levada a cabo pelos Dec.-Leis 417-A/75 a 417-F/75, todos de 8 de agosto);
- O Sexto Governo Provisório teve como Primeiro-Ministro Pinheiro de Azevedo (nomeado pelo Decreto 507-A/75, de 19 de setembro).

²⁴ Ela própria institucionalizada pela mesma Lei 3/74 – ainda que tivesse iniciado o exercício do poder, mormente da função legislativa, no dia 25 de abril de 1974, pela Lei 1/74, dessa data (que lhe atribuiu os poderes que antes cabiam ao Presidente da República, ao Governo, à Assembleia Nacional e ao Conselho de Estado).

- A nacionalização dos bancos²⁵ (Dec.-Lei 132-A/75, de 14 de março, do Conselho da Revolução);
- A nacionalização das companhias de seguros²⁶ (Dec.-Lei 135-A/75, de 15 de março, também do Conselho da Revolução);
- As intervenções em empresas (por exemplo, I.N.A.L.I., S.A.R.L.²⁷, António Xavier de Lima²⁸, «grupo Touring Club de Portugal»²⁹, grupo J. Pimenta³⁰, Supa, S.A.R.L.³¹, SNAPA, S.A.R.L.³², Eduardo Ferreira & Irmão, S.A.R.L.³³, Simões & C.ª, Lda.³⁴, Gel-Mar, Lda.³⁵, SNAB, S.A.R.L.³⁶, Friantarticus, S.A.R.L.³⁷, Cimentos de Leiria, S.A.R.L.³⁸, Satrel, Lda.³⁹, Eurofil, S.A.R.L.⁴⁰, Urbaco, Lda.⁴¹, transportadoras

²⁵ Salvo do Crédit Franco-Portugais e dos «departamentos portugueses» do Bank of Lisbon & South America e do Banco do Brasil.

²⁶ Salvo das que tinham «significativa participação de companhias de seguros estrangeiras no seu capital», das agências de seguradoras estrangeiras e das mútuas de seguros.

²⁷ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de março de 1975, publicada no Diário do Governo de 14 de março de 1975.

²⁸ Resolução do Conselho de Ministros de 19 de fevereiro de 1975, publicada no Diário do Governo de 18 de março de 1975.

²⁹ Resolução do Conselho de Ministros de 24 de fevereiro de 1975, publicada no Diário do Governo de 20 de março de 1975.

³⁰ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de março de 1975, publicada no Diário do Governo de 25 de março de 1975.

³¹ Resolução do Conselho de Ministros de 25 de março de 1975, publicada no Diário do Governo de 7 de abril de 1975.

³² Resolução do Conselho de Ministros de 4 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de abril de 1975.

³³ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de abril de 1975.

³⁴ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de abril de 1975.

³⁵ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de abril de 1975.

³⁶ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de abril de 1975.

³⁷ Resolução do Conselho de Ministros de 4 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de abril de 1975.

³⁸ Resolução do Conselho de Ministros de 18 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 5 de maio de 1975.

³⁹ Resolução do Conselho de Ministros de 18 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 5 de maio de 1975.

⁴⁰ Resolução do Conselho de Ministros de 22 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 5 de maio de 1975.

⁴¹ Resolução do Conselho de Ministros de 22 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 8 de maio de 1975.

várias⁴², algumas empresas hoteleiras algarvias⁴³, João Félix da Silva Capucho⁴⁴, Pablos, Lda.⁴⁵, Cifa, S.A.R.L.⁴⁶, João Nunes da Rocha⁴⁷, Transportes José Neves, L.da⁴⁸ Sodim, S.A.R.L.⁴⁹, Facar – António de Carvalho e Filhos⁵⁰, Companhia de Fiação de Tomar⁵¹, Lusalite, S.A.R.L.⁵², Ecril, S.A..R.L⁵³);

- O diploma sobre cisão de sociedades com atividade pluriterritorial (Dec.-Lei 153/75, de 25 de março);
- O diploma que permitiu que, em 1975, as reuniões das «assembleias gerais ordinárias das sociedades não nacionalizadas» pudessem ter lugar até 31 de maio (Dec.-Lei 156/75, de 25 de março)⁵⁴;
- A intervenção na Caixa Económica de Lisboa anexa ao Montepio Geral (Dec.-Lei 156-A/75, de 25 de março);
- As «bases gerais dos programas de medidas económicas de emergência» (Dec.-Lei 203-C/75, de 15 de abril);

⁴² Resolução do Conselho de Ministros de 24 de abril de 1975, publicada no Diário do Governo de 5 de maio de 1975 e Resolução do Conselho de Ministros de 2 de maio de 1975, publicada no Diário do Governo de 9 de maio de 1975.

⁴³ Resolução do Conselho de Ministros de 2 de maio de 1975, publicada no Diário do Governo de 9 de maio de 1975.

⁴⁴ Resolução do Conselho de Ministros de 15 de maio de 1975, publicada no Diário do Governo de 27 de maio de 1975.

⁴⁵ Resolução do Conselho de Ministros de 15 de maio de 1975, publicada no Diário do Governo de 27 de maio de 1975.

⁴⁶ Resolução do Conselho de Ministros de 15 de maio de 1975, publicada no Diário do Governo de 28 de maio de 1975.

⁴⁷ Resolução do Conselho de Ministros de 19 de maio de 1975, publicada no Diário do Governo de 27 de maio de 1975.

⁴⁸ Resoluções do Conselho de Ministros de 30 de maio de 1975, publicadas no Diário do Governo de 6 de junho de 1975.

⁴⁹ Resolução do Conselho de Ministros de 1 de julho de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de julho de 1975.

⁵⁰ Resolução do Conselho de Ministros de 21 de julho de 1975, publicada no Diário do Governo de 22 de agosto de 1975.

⁵¹ Resolução do Conselho de Ministros de 21 de julho de 1975, publicada no Diário do Governo de 22 de agosto de 1975.

⁵² Resolução do Conselho de Ministros de 25 de julho de 1975, publicada no Diário do Governo de 22 de agosto de 1975.

⁵³ Resolução do Conselho de Ministros de 28 de agosto de 1975, publicada no Diário do Governo de 11 de setembro de 1975.

⁵⁴ Diploma esse que também estabeleceu regras sobre várias questões suscitadas pela nacionalização dos bancos e das seguradoras (mormente, a prestação de contas relativas à parte do exercício de 1975 anterior às nacionalizações e o pagamento de dividendos relativos a esse período).

- A nacionalização de empresas industriais e de transportes (Sacor, Petrosul, Sonapa, Cidla⁵⁵, Companhia dos Caminhos de Ferro⁵⁶, Companhia Nacional de Navegação⁵⁷, Companhia Portuguesas de Transportes Marítimos⁵⁸ Transportes Aéreos Portugueses⁵⁹, Siderurgia Nacional⁶⁰, empresas produtoras e distribuidoras de eletricidade⁶¹, empresas produtoras de cimentos⁶², empresas produtoras de celulose⁶³, empresas transportadoras, empresas de tabacos⁶⁴, empresas de transportes rodoviários coletivos de passageiros⁶⁵, empresas mineiras⁶⁶, Setenave, Estaleiros Navais de Viana do Castelo⁶⁷, CUF⁶⁸);
- As medidas protetoras das empresas intervencionadas pelo Estado (Dec.-Lei 222-B/75, de 12 de maio);
- A introdução da obrigatoriedade do registo das ações ao portador (Dec.-Lei 211/75, de 19 de abril);
- A definição do «campo de socialização dos meios de produção» e o reconhecimento «à iniciativa privada» de «liberdade para se desenvolver» nos «restantes setores da atividade económica» (Resolução do Conselho de Ministros de 2 de setembro de 1975, publicada no Diário do Governo de 13 de setembro de 1975);
- A regulação do registo da cisão de sociedades (Dec.-Lei 514/75, de 22 de setembro);
- A admissão de sociedades com número de sócios inferior ao exigido no Código Comercial desde que o Estado fosse titular da maioria do capital social (Dec.-Lei 65/76, de 24 de janeiro).

Como resulta da lista apresentada, a ação dos Governos Provisórios (e do Conselho da Revolução) originou uma enorme expansão do setor

⁵⁵ Dec.-Lei 205-A/75, de 16 de abril.

⁵⁶ Dec.-Lei 205-B/75, de 16 de abril.

⁵⁷ Dec.-Lei 205-C/75, de 16 de abril.

⁵⁸ Dec.-Lei 205-D/75, de 16 de abril.

⁵⁹ Dec.-Lei 205-E/75, de 16 de abril.

⁶⁰ Dec.-Lei 205-F/75, de 16 de abril.

⁶¹ Dec.-Lei 205-G/75, de 16 de abril.

⁶² Dec.-Lei 221-A/75, de 9 de maio.

⁶³ Dec.-Lei 221-B/75, de 9 de maio.

⁶⁴ Dec.-Lei 228-A/75, de 13 de maio.

⁶⁵ Dec.-Lei 280-C/75, de 5 de junho.

⁶⁶ Dec.-Lei 434/75, de 14 de agosto.

⁶⁷ Dec.-Lei 478/75, de 1 de setembro.

⁶⁸ Dec.-Lei 532/75, de 25 de setembro.

público empresarial⁶⁹, mas não transformações significativas do quadro jurídico em que as empresas privadas desenvolviam a sua atividade.

4. As principais leis comerciais⁷⁰ subsequentes à Constituição de 1976

Nos primeiros tempos posteriores à entrada em vigor da Constituição de 1976, as leis sobre questões empresariais visaram sobretudo a racionalização do regime das empresas públicas – de resto, iniciada ainda em 1975⁷¹. Só no final dos anos 70 e, mais claramente, nos 80 é que o ritmo da produção de leis sobre empresas privadas se aproximou do observado durante o marcelismo.

No que respeita a leis sobre empresas públicas e intervencionadas merecerão relevo:

- O Dec.-Lei 422/76, de 29 de maio (intervenção do Estado na gestão de empresas privadas);
- O Dec.-Lei 831/76, de 25 de novembro (estatuto do gestor público);
- O Dec.-Lei 353-H/77, de 29 de agosto (regime das empresas – públicas ou privadas – em situação económica difícil).

Quanto às leis comerciais, destaco:

- O Dec.-Lei 150/77, de 15 de setembro (regime de registo, depósito e transmissão de ações);
- Os Decs.-Leis 353-M/77 e 353-P/77, de 29 de agosto (obrigações com juro e plano de reembolso variáveis e obrigações com juro suplementar ou prémio de reembolso);

⁶⁹ Para uma descrição pormenorizada da dimensão do setor empresarial do Estado resultante das nacionalizações, v. MARIA BELMIRA MARTINS e JOSÉ CHAVES ROSA, *O Grupo Estado Análise e Listagem Completa das Sociedades do Sector Público Empresarial*, Edições Jornal Expresso, 1979. Para outra descrição, feita mais recentemente, mas menos informativa, v. o *Livro Branco do Sector Empresarial do Estado*, Ministério das Finanças, 1998, v.g., pp. 4 e 5.

⁷⁰ Excluindo o Direito Marítimo.

⁷¹ Lembrem-se o Dec.-Lei 729-F/75, de 22 de novembro (bases gerais das instituições de crédito nacionalizadas), o Dec.-Lei 72/76, de 27 de janeiro (bases gerais das companhias de seguros nacionalizadas) e o Dec.-Lei 260/76, de 8 de abril (bases gerais das empresas públicas).

- O Dec.-Lei 363/77, de 2 de setembro (alterações ao Código Comercial⁷²);
- O Dec.-Lei 389/77, de 15 de setembro (determinação de que «o órgão colegial de administração das sociedades anónimas será constituído por um número ímpar de membros, os quais poderão ser ou não acionistas da respectiva sociedade»);
- O Dec.-Lei 371/78, de 30 de Novembro (sobre oferta de valores mobiliários);
- O Dec.-Lei 519-L2/79, de 29 de Dezembro (sobre revisores oficiais de contas);
- O Código Cooperativo (aprovado pelo Dec.-Lei 454/80, de 9 de outubro)⁷³;
- O Dec.-Lei 177/86, de 2 de julho (que criou o «processo especial de recuperação da empresa e da proteção de credores»);
- O Código das Sociedades Comerciais (aprovado pelo Dec.-Lei 262/86, de 2 de setembro);
- O Código de Mercado de Valores Mobiliários e o Código de Valores Mobiliários (aprovados, respetivamente, pelo Dec.-Lei 142-A/91, de 10 de abril, e pelo Dec.-Lei 486/99, de 13 de novembro);
- O Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência e o Código da Insolvência e de Recuperação de Empresas (aprovados, respetivamente, pelo Dec.-Lei 132/93, de 23 de abril, e pelo Dec.-Lei 53/2004, de 18 de março);
- A reforma do Código das Sociedades Comerciais de 2006 (Dec.-Lei 76-A/2006, de 29 de março);
- A lei sobre o contrato de seguro (aprovada pelo Dec.-Lei 72/2008, de 16 de abril).

⁷² O objetivo principal deste diploma foi adequar o Código Comercial à Constituição, em cumprimento do disposto no art. 293, n.º 3, da mesma (na sua redação primitiva). No entanto, o legislador foi mais longe do que o estritamente necessário ao expurgo de regras inconstitucionais, tirando proveito dos trabalhos de revisão do Código Comercial. No respeitante às sociedades, as principais alterações introduzidas consistiram:

- Na supressão da interdição de sócios comanditados como causa de dissolução das sociedades em comandita (nova redação do § 1.º do art. 120);
- Na alteração do regime das sociedades em nome coletivo, de modo a eliminar remissões para o Código de Seabra e a aproximar-lo do regime das sociedades civis consagrado no CC (nova redação do art. 118, § 4.º, e arts. 154 a 156).

⁷³ O cabimento da inclusão do Código Cooperativo nesta lista é formalmente indiscutível, atendendo a que, antes dele, a matéria estava regulada no Código Cooperativo.

5. Alguns atores comuns aos períodos anterior e posterior a 25 de abril de 1974⁷⁴

No campo do direito das sociedades, o processo político desencadeado em 25 de abril de 1974 só parcialmente alterou os atores da produção de projetos legislativos. Entre os que vinham do período anterior e continuaram merecendo destaque:

- Ferrer Correia: foi, em conjunto com V. G. Lobo Xavier, autor do anteprojeto que esteve na base do capítulo que o Código Civil de 1966 dedica ao contrato de sociedade⁷⁵, fez parte da comissão nomeada pelo despacho de 20.9.1967 e presidiu à comissão de revisão do Direito Comercial nomeada em 1977;
- Raúl Ventura: teve intervenção muito relevante nos trabalhos da comissão nomeada pelo despacho de 20.9.1967 e foi autor do anteprojeto do Código das Sociedades Comerciais (além de autor de vários outros diplomas posteriores a 25 de abril de 1974);
- Antunes Varela: enquanto Ministro da Justiça (de 1954 a 1967), foi o principal responsável – político e «técnico» – pelo Código Civil de 1966, mas voltou a colaborar na feitura de leis no regime democrático, tendo, nomeadamente, com relevância para o direito das sociedades, presidido à comissão que preparou o Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência e diplomas que o precederam em matéria de recuperação de empresas⁷⁶;
- Fernando Olavo: fez parte da comissão nomeada pelo despacho de 20.9.1967 e colaborou na revisão do anteprojeto do Código das Sociedades Comerciais;
- António A. Caeiro – interveio nos trabalhos da comissão nomeada pelo despacho de 20.9.1967 e colaborou na revisão do anteprojeto do Código das Sociedades Comerciais (primeiro em conjunto com Fernando Olavo e, mais tarde, com a colaboração de Maria Ângela Coelho Bento Soares e de Manuel Nogueira Serens);
- José Luís Sapateiro: foi, enquanto Secretário de Estado do Tesouro, o principal responsável pelo Dec.-Lei 8/74, de 14 de janeiro (que

⁷⁴ Volto a usar as fontes referidas na nota 3.

⁷⁵ V. *Do Contrato de Sociedade*, in BMJ n.º 104, texto de que foi tirada separata – Lisboa 1961.

⁷⁶ Sobre essa atividade de Antunes Varela, v. o seu texto «A Recuperação das Empresas Economicamente Viáveis em Situação Financeira Difícil», in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 123 (1990/1991), n.ºs 3.794 (pp. 137 e ss.), 3.795 (pp. 171 e ss.), 3.796/3.797 (pp. 203 e ss.), 3.797 (pp. 270 e ss.), 3.800 (pp. 323 e ss.) e 3.801 (p. 356).

reformou a organização e funcionamento das bolsas de valores) e foi autor do projeto de Código do Mercado de Valores Mobiliários (por alguns chamado «Lei Sapateiro»);

- Luís de Brito Correia: colaborou com Raul Ventura na elaboração de vários anteprojetos antes de 25 de abril de 1974 e foi autor da última revisão do projeto de Código das Sociedades Comerciais;
- V. G. Lobo Xavier: tendo, como referido poucas linhas atrás, intervindo no anteprojeto que esteve na base do capítulo que o Código Civil de 1966 dedica ao contrato de sociedade interveio também em trabalhos da comissão nomeada em 1977, nomeadamente no anteprojeto «de Coimbra» de lei das sociedades por quotas⁷⁷.

Também vale a pena notar que Adelino da Palma Carlos, que, como ficou lembrado, interveio como relator, em 1969 e 1973, nos pareceres da Câmara Corporativa sobre os projetos de propostas de leis acerca da fiscalização de sociedades e de agrupamentos complementares de empresas, foi o Primeiro-Ministro do Primeiro Governo Provisório subsequente a 25 de abril de 1974 e que Arala Chaves, que foi autor de um dos anteprojetos sobre a segunda das matérias (e interveio no parecer da Câmara Corporativa, de que era membro, sobre a mesma) foi Procurador-Geral da República entre 1977 e 1984.

6. Alguns dados sobre a evolução económica de Portugal durante o século XX

Num texto muito documentado e muito citado, Ana Bela Nunes, Eugénia Mata e Nuno Valério escreveram:

«With the exception of the 1948-1949 slowdown, and of the almost imperceptible 1952 recession, the years between the second world war and the international crisis of the mid-1970's were a very prosperous period. Even the war against pro-independence parties in the African colonies of Angola, Guiné-Bissau, and Mozambique, did not affect this growth in the 1960's and early 1970's.

Sustained growth in the world economy, substantial emigrants' remittances from highly developed European countries, and participation in European economic integration (Portugal was a member of the EOEC – and then of OECD – from its beginnings, belonged to EFTA between 1959 and 1985, and

⁷⁷ V. *supra*, nota 5.

is an EEC member since 1986) were the main aspects of the favourable international background of the post-second world war period that certainly helped the expansion of the Portuguese economy. Internal factors were, however, also important. Traditional obstacles to sustained growth seemed to have been overcome, as we shall see later in more detail.»⁷⁸

Como, de resto, resulta do trecho citado, o surto de desenvolvimento em causa tornou-se mais forte por volta de 1960. Daí até ao fim do século deu-se uma aceleração notável, que diminuiu muito o fosso entre o nível de desenvolvimento do nosso país e o dos países mais ricos da Europa. José da Silva Lopes, usando várias fontes, refere que «nas três décadas que decorreram desde 1960 até ao início dos anos 90 o produto *per capita* foi multiplicado por 3,7 vezes»⁷⁹.

Neste período de 1960 até ao fim do século, há que distinguir vários subperíodos. O de crescimento mais acelerado foi o de 1960-1973, durante o qual o PIB cresceu anualmente a uma taxa média de 6,9%, apesar de a população ter diminuído – sendo de referir nos anos de 1969-1973 essa taxa atingiu 8,6%⁸⁰. Luciano Amaral escreve que «Estes anos podem ser vistos como a versão portuguesa daquilo que em França se chamou "Les Trente Glorieuses" ou, nos países anglo-saxónicos, a "Golden Age" do crescimento económico do pós-guerra.»⁸¹.

A taxa anual média de aumento do PIB de 1974 a 1994 não terá ido além de 2,5%⁸² – apesar de a «meia dúzia de anos que vai de 1986 a 1992 corresponde[r] ao melhor período de crescimento económico de toda a história da democracia portuguesa»⁸³. A explicação não estará na alteração do regime político, mas em fatores económicos, seja internos (nomeada-

⁷⁸ «Portuguese Economic Growth, 1833-1985», in *Journal of European Economic History*, vol. 18, 1989, pp. 304 e 305. Os dados que servem de base ao texto em causa foram também usados por ANA BELA NUNES e JOSÉ MARIA BRANDÃO DE BRITO no capítulo VII (*Política Económica, Industrialização e Crescimento*) do vol. XII da *Nova História de Portugal* dirigido por JOEL SERRÃO e A. H. DE OLIVEIRA MARQUES, intitulado *Portugal e o Estado Novo (1930-1960)*, coordenado por FERNANDO ROSAS – Editorial Presença, 1992, em especial pp. 334 e ss.

⁷⁹ A *Economia Portuguesa desde 1960*, Gradiva, 6.ª ed. 2002, p. 14.

⁸⁰ JOSÉ DA SILVA LOPES, ob. cit., pp.15, 44 e 45.

⁸¹ *História Contemporânea de Portugal: 1808-2010* (obra coletiva direção de António Costa Pinto e Nuno Gonçalo Monteiro), vol. 5, *A Busca da Democracia* (coordenação António Costa Pinto), Fundación Mapfre Penguin Random House Objectiva, 2015, p. 81 (sendo de notar que as palavras citadas também aparecem nas páginas introdutórias de António Costa Pinto – p. 19).

⁸² JOSÉ DA SILVA LOPES, ob. cit., p. 23.

⁸³ LUCIANO AMARAL, ob. cit., p. 99.

mente, baixa produtividade e escassez de capital⁸⁴), seja externos (nomeadamente, a subida do preço do petróleo e a diminuição do ritmo de crescimento do conjunto dos países industrializados da Europa Ocidental⁸⁵).

Os efeitos negativos da descolonização e das perturbações do «período revolucionário» fizeram-se sentir fortemente em 1974 e 1975, mas não se prolongaram por muitos anos. A meu ver, algumas das sequelas das nacionalizações, nomeadamente a fusão de empresas estatais (designadamente nos setores financeiro, da energia, dos cimentos, da celulose e dos transportes), terão até contribuído para o desenvolvimento.

7. Algumas observações interpretativas

Julgo não arriscar muito fazendo as seguintes observações interpretativas sobre o que descrevi:

- A estagnação do direito das sociedades verificada desde o início do século XX até aos seus anos 60 esteve ligada ao atraso no desenvolvimento económico que caracterizou a época, sendo este mais causa do que efeito;
- A aceleração do desenvolvimento económico ocorrida nos anos 60 e no início dos anos 70 contribuiu para as reformas do direito das sociedades que tiveram lugar durante o marcelismo e depois dele;
- As principais medidas do «período revolucionário» respeitantes às empresas privadas foram de natureza pública, não tendo havido alterações significativas às regras societárias⁸⁶;
- No respeitante ao direito das sociedades, o tempo dos Governos Provisórios subsequentes a 25 de abril de 1974 foi apenas um intervalo⁸⁷ numa evolução marcada pela continuidade (noutros campos do direito privado – por exemplo, no direito da família – houve ruturas mais acentuadas e duradouras);

⁸⁴ LUCIANO AMARAL, ob. cit., p. 106 e ss.

⁸⁵ JOSÉ DA SILVA LOPES, ob. cit., pp. 23 e 24.

⁸⁶ Não posso deixar de notar que, apesar do radicalismo de muitas das suas medidas, o legislador do «período revolucionário» não pôs em causa a limitação de risco dos sócios de responsabilidade limitada como leis dos últimos anos, incluindo algumas emanadas de governos conservadores, têm feito (imponderadamente, para usar um eufemismo). Sirva de exemplo o art. 40 da Lei 50/2012, de 31 de agosto, que impõe a todos os sócios das «empresas locais» (isto é, as sociedades nas quais sócios que sejam entidades públicas municipais ou afins podem exercer influência dominante), *incluindo os privados*, a assunção dos resultados negativos (na proporção das suas participações).

⁸⁷ Ainda que os efeitos do intervalo se tenham feito sentir para além do próprio intervalo.

- A integração na CEE contribuiu fortemente para a modernização do direito das sociedades, por força da necessidade de transpor as diretrizes relevantes (não só as normalmente qualificadas como relativas a sociedades como as relativas a mercado de capitais).

8. Outras notas

A escrita deste trouxe-me ao espírito o tema das relações entre direito e economia (abrangendo quer a influência do direito na economia quer a da economia do direito – o que significa adotar uma perspetiva mais ampla do que a da chamada Análise Económica do Direito, que se dedica apenas ao estudo dos efeitos dos conteúdos do direito sobre a economia), que muito me ocupou nos tempos em que era estudante de licenciatura.

Sempre terei sabido que o legislador não pode fazer tudo⁸⁸ e desde cedo perfilhei a ideia de que, na perspetiva da História, a economia *sobre-determina*⁸⁹ o direito, mas também cedo me apercebi de que as relações entre economia e direito não são lineares. A evolução da economia contribui para a evolução do direito, mas, por um lado, está longe de ser o único fator explicativo desta e, por outro, é por meio do direito (ou melhor, da lei) que o Estado faz sentir as suas medidas de política económica.

O que descrevi acerca do impacto no direito das sociedades do «processo revolucionário» iniciado em 25 de abril de 1974 e da democracia

⁸⁸ Tenho em mente as seguintes palavras irónicas com que EJAN MACKAAY abre o seu livro *Law and Economics for Civil Law Systems* (Edward Elgar, paperback edition, 2014, p. 1): «[...] it is a fundamental principle with the English Lawyers, that Parliament can do every thing, except making a Woman a Man, or a Man a Woman' de Lolme wrote in 1771. He meant to express the supremacy of the English Parliament. Two centuries on, medical science has advanced on making a Woman a Man, or a Man a Woman, and the power of Parliament is no longer considered as absolute as it then looked, but is limited by fundamental rights defined in constitutions, charters and international conventions that the courts have the power to apply against acts of Parliament. But de Lolme's saying lends itself to a different reading as well: law can do everything. To bring about any desired social effect, on this view, it suffices to legislate it. To judge by the staggering pace at which legislation is being produced these days, modern governments appear to draw their inspirations from this second reading. A positivist approach to law handily complements this line of thinking. Yet the very fact that such massive amounts of legislation appear to be necessary suggests that citizens are not playing the game; that law cannot produce every effect considered desirable.».

⁸⁹ Para usar terminologia vulgar nos meus tempos de estudante de licenciatura.

tização subsequente confirmou esse entendimento. O predomínio dos traços de continuidade sobre os de alteração mostra que a longo prazo o direito comercial é pouco influenciado pelos humores do poder político. No entanto, é óbvio que a agitação legislativa dos anos de 1974 e 1975 (traduzindo, é claro, a agitação política) teve grande influência na economia.

Como pano de fundo teórico das ideias que este regresso ao passado (me) confirmou, evoco, pela sua celebritez e pelas lembranças que a evocação me traz, os escritos de Marx, nomeadamente o celeberrimo (e tantas vezes lido à pressa) prefácio do *Para a Crítica da Economia Política*⁹⁰, a carta de Engels a Conrad Schmidt (que, só por si, desdiz as leituras simplistas do marxismo)⁹¹, o livro *A Teoria Geral do Direito e Marxismo* de Pasukanis (autor que talvez tenha aproximado o direito da economia mais do que qualquer outro, defendendo um realismo jurídico próximo do de Karl Olivecrona e dele precursor)⁹² e a restrição à tese central de Pasukanis que Norbert Reich fez⁹³.

Noutro plano, depois de ter passado tantos anos a lidar com conceitos jurídicos, lembro uma afirmação que, embora me tenha parecido parado-

⁹⁰ Designadamente, a afirmação de que «A totalidade d[est]as relações de produção forma a estrutura económica da sociedade, a base real sobre a qual se ergue uma superestrutura jurídica e política, e à qual correspondem determinadas formas da consciência social.» (tradução de José Barata Moura incluída em *Marx e Engels Obras Escolhidas*, Edições Avante – tradução essa disponível no site www.marxists.org).

⁹¹ Lembro a seguinte passagem : «A reação do poder de Estado ao desenvolvimento económico pode ser de três tipos: pode agir na mesma direção e então ele torna-se mais rápido; pode agir contra ela e então, nos nossos dias, em todos os grandes países, a prazo, destrói-se, ou pode bloquear certas direções ao desenvolvimento económico e favorecer outros – caso que se reduz, a final, a alguns dos dois anteriores. No entanto, é claro que nos casos II e III o poder político pode causar grandes prejuízos ao desenvolvimento económico e resulta num grande desperdício de energia e de bens.» (tradução minha de um dos parágrafos da carta, disponível, em alemão, no site www.dearchic.de e, em inglês, no site www.marxists.org).

⁹² Águeda, Perspectiva Jurídica, 1972 (tradução de [Alfredo] Soveral Martins da segunda edição do original, publicada em 1926). O pensamento de Pasukanis será sintetizável nesta sua afirmação: «A relação jurídica é a célula nuclear do tecido jurídico e é únicamente nela que o direito realiza o seu movimento real. Em contrapartida o direito, como conjunto de normas, é apenas uma abstracção sem vida.» (p. 76).

⁹³ Para Norbert Reich, a tese de Pasukanis poderia ser aceite na época em que o Estado não desempenhava um papel regulador, ou seja, seria verdadeira para o direito privado clássico. O aumento da intervenção do Estado na economia, expressando-se por leis, teria tornado tal tese obsoleta (v. *Mercado y Derecho*, Barcelona, Editorial Ariel, 1985, tradução do original alemão de 1977, p. 53).

xal quando, há cerca de 40 anos, a li, hoje vejo como feliz: «Mais les eaux calmes de Savigny et le feu volcanique de Marx procèdent tous deux du même magma incandescent»⁹⁴. Os saberes têm raízes comuns e não se excluem.

⁹⁴ HASSO JAEGER, «Savigny et Marx», in *Archives de Philosophie du Droit*, tomo XII, *Marx et Le Droit Moderne*, 1967, p. 89.

RESUMO: Desde há muito que, pensando na disciplina das sociedades comerciais, se deixou de sobrelevar a questão da (in)compatibilidade dessas formas de exercício não-individual de empresa com o princípio da liberdade de concorrência. Não sabemos ao certo quando é que passou a ser assim. Mas sabemos – e isso já nos basta – que não era assim nos começos de oitocentos (scilicet: no tempo do liberalismo primevo). Muitas das soluções então consagradas relevam, na verdade, dessa questão.

Palavras-chave: Sociedade comercial; empresa; liberdade de concorrência.

ABSTRACT: The question of the (in) compatibility of the company, as a form of non-individual exercise of an enterprise, with the principle of free competition has ceased to be considered a long time ago. We do not know exactly when; but we do know — and that suffices — that it was not so in the early 1800s (scilicet: in the primeval liberalism). In reality, many solutions then established arise out of that question.

Keywords: company; enterprise; free competition.

M. NOGUEIRA SERENS*

Disciplina das sociedades comerciais (mormente, das sociedades anónimas) nos começos de oitocentos

Desde há muito que, pensando na disciplina das sociedades comerciais, se deixou de sobrelevar a questão da (in)compatibilidade dessas formas de exercício *não-individual* de empresa com o princípio da liberdade de concorrência. Não sabemos ao certo quando é que passou a ser assim. Mas sabemos – e isso já nos basta – que não era assim nos começos de oitocentos (scilicet: no tempo do liberalismo primevo). Muitas das soluções então consagradas relevam, na verdade, dessa questão, como se procurará demonstrar a seguir.

* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

1. O princípio co-operativo subjacente à ideia de sociedade comercial

Começaremos, recorrendo a um exemplo: “*Suppunhamos um cego, e um manco que querem emprehender uma jornada. = Isoladamente nenhum deles a pode fazer –, o cego porque não vê, e o manco porque não pode andar: = associão-se ambos e o cego pega no manco ás costas, e vai-o guiando, e ei-los*

assim emparceirados, conseguindo o que cada um de per si não poderia, obtendo o fim desejado com o concurso de ambas as fôrças". Com esta metáfora, aliás, bem sugestiva, os autores (anónimos?) da Explicação ao *Código Commercial Portuguez* (de 1833)¹ procuravam ilustrar as vantagens das sociedades comerciais. E conseguiam-no, sem dúvida. Mas também punham a nu o princípio co-operativo que lhes é inherente. Os primeiros liberais, cujo pensamento era tributário da ideia do "*promeneur solitaire*", tinham, pois, boas razões para não se deixarem seduzir por "esses empresários colectivos"². Toleravam-nos, é certo, mas apenas porque realisticamente constatavam que "*havia muitas empresas, que sómente se podiam concluir pelos esforços reunidos dos homens, e que não se levariam a effeito se não fôra esta reunião, pois que os objectos transcendentess, de que se occupão, excederião pelo trabalho, e despesas as debeis forças de um só individuo*"³. Em boa lógica, e no quadro do pensamento liberal, entenda-se, a afirmação deste princípio da subsidiariedade entre o exercício não-individual de empresa e o seu exercício individual ou, dizendo de outra maneira, a ideia de que as sociedades comerciais – quaisquer sociedades comerciais, note-se – só se justificavam quando não fosse possível realizar a correspondente empresa pela acção de um indivíduo deveria conduzir à proibição da sua constituição sem autorização prévia. Só deste jeito, na verdade, é que a necessidade de controlo, subjacente àquela ideia, poderia ser satisfeita.

2. As "sociedades de pessoas" como sucedâneos próximos do exercício individual da empresa

Porém, como é sabido, os primeiros Códigos comerciais da época liberal não foram tão longe. Havendo sociedades que só podiam ser constituídas mediante prévia autorização governamental, outras havia, porém, cuja constituição era livre. Estas últimas eram precisamente aquelas em que a empresa, embora colectiva, assentava no *esforço pessoal de alguns* (poucos) *indivíduos*, é dizer, dos sócios – de todos os sócios, como acontecia na sociedade em nome colectivo, ou de algum ou alguns deles, no caso da sociedade em comandita simples –, os quais, exactamente porque eram

¹ Cfr. p. 185. Trata-se de uma obra de 1846, e que integra o valiosíssimo espólio da Faculdade de Direito de Coimbra (número de registo: 3 925).

² Como todos sabemos, muito antigos, e de ecologias político-económico-sociais muito diversas.

³ Voltamos a usar palavras dos Explicadores do nosso Código Comercial de 1833 (*vide* p. 184; sublinhado nosso).

indivíduos/pessoas humanas, se supunha continuarem a ser guiados (apenas) pela *“invisible hand”*, à semelhança do que Adam Smith dizia acontecer com os empresários em nome individual⁴. Acresce que as empresas a que essas sociedades davam origem, não obstante serem, em regra, de maior dimensão do que aquelas que cada indivíduo (*per se*) poderia constituir⁵, tinham escassa capacidade de monopolização. Sendo a responsabilidade dos sócios – de todos os sócios, nas sociedades em nome colectivo, e dos sócios comanditados, nas sociedades em comandita simples – *pessoal, solidária e ilimitada*, qualquer deles podia (e pode, mas não é o presente que agora nos importa) responder por *todas* as dívidas da sociedade, e responder por todas essas dívidas, não apenas até ao valor da sua entrada, mas com todo o seu património pessoal. A esta circunstância – conforme com o ideal liberal de associar à *plena liberdade* dos empresários a sua *irrestrita responsabilidade* –, que, só por si, já seria suficiente para refrear a *ambição de poder* (de mercado) dos sócios das referidas sociedades, materializável na constituição de uma grande empresa, outra se juntava, apontando no mesmo sentido: fundadas num vínculo de mútua confiança entre os sócios, assumindo aí o *intuitus personae*, em virtude exactamente do tipo de responsabilidade a que os associados estavam sujeitos, uma importância capital, essas mesmas sociedades, diríamos, pela *“natureza das coisas”* (... acaso fosse melhor dizer pela *“natureza dos homens”*), congregavam um número reduzido de indivíduos.

Por outro lado, caberá aqui lembrar que as Ordenações Filipinas consagravam a regra da dissolução da Companhia por morte de algum dos companheiros. Mas já admitiam a derrogação dessa regra, sancionando a

⁴ “Como cada indivíduo tenta, tanto quanto possível, aplicar o seu capital no apoio à indústria interna e, por consequência, dirigir essa indústria de modo a que a sua produção tenha o máximo valor, cada um trabalha, necessariamente, para que o rédito anual da sociedade seja o maior possível. *Na realidade, ele não pretende, normalmente, promover o bem público, nem sabe até que ponto o está a fazer.* Ao preferir apoiar a indústria interna em vez da externa, só está a pensar na sua própria segurança; e, ao dirigir essa indústria de modo que a sua produção adquira o máximo valor, só está a pensar no seu próprio ganho, e, neste como em muitos outros casos, *está a ser guiado por uma mão invisível a atingir um fim que não fazia parte das suas intenções*” (*Riqueza das Nações*, trad. vol. I, 3.^a ed., Lisboa, 1993, p. 757-758; no original: “By preferring the support of domestic to that of foreign industry, he intends only his own security; and by directing that industry in such a manner as its produce may be of the greatest value, he intends only his own gain; and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention” – *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (with introductory essay, and notes by J. Shield Nicholson), London, 1901, p.184; sublinhados nossos).

⁵ Enquanto típicas *sociedades de comerciantes*, as “sociedades de pessoas” constituíram, pois, uma primeira forma de concentração empresarial.

validade das cláusulas contratuais estabelecendo a continuação da Companhia com os companheiros sobrevivos – com os companheiros sobrevivos, e não com eles e os herdeiros do que falecesse⁶. No Código comercial de 1833, a matéria aparecia regulada no art. 699, assim redigido: “A morte d’um dos socios dissolve a sociedade, seja qual for o prazo da sua duração. Quando a sociedade tem mais de dous membros, a morte d’um opera a dissolução social entre todos, *salva convenção em contrario.*” Mantinha-se, portanto, a regra da dissolução da sociedade por morte de um dos sócios. E continuava a admitir-se a derrogação dessa regra se a sociedade em causa não fosse *bi-pessoal* e o respectivo contrato estatuísse nesse sentido. Mas até onde ia a liberdade contratual dos sócios? Só seriam válidas as cláusulas estatuindo sobre a continuação da sociedade entre os sócios supérstites, à semelhança do que vimos acontecer no quadro das Ordenações, ou também seriam válidas as cláusulas que previssem a continuação da sociedade entre os sócios supérstites e os herdeiros do sócio falecido? A resposta a este quesito dividiu a nossa doutrina mais antiga.

Para os *Explicadores* do Código⁷, o art. 699 era “a mesma disposição da Ord. Liv. 4.o Tit. 44, pr. e § 4.o, pr., ‘nas expressões’”; consequentemente, concluíam que a “convenção” de que se falava no final desse artigo significava “para continuar a sociedade com os socios vivos, e não com os herdeiros do morto, *para os quaes nunca passa o direito de sociedade, senão quando ella é feita sobre rendas fiscaes* (Ord. Liv. 4 Tit. 44 pr., e Alvará de 17 de Junho de 1766, § 1)”. Assim sendo, a duração da sociedade não

⁶ “O contracto de Companhia se desfáz por morte natural de qualquer dos companheiros. E aindaque fiquem outros alguns vivos, tambem quanto á elles acabará o dito contracto, salvo se a principio se acordasse entre todos, que o tal contracto durasse entre os que vivos ficasse” – assim rezava o § 4 do Título XLIV do Livro IV. Esta solução, que remontava ao direito justinianeu (cfr. A. SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, II (*Direito das Obrigações*), Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iurídica*, 76, Coimbra, 2003, p. 78, nota 45), fora anteriormente defendida numa consulta elaborada por Álvaro Velasco; cfr. NUNO J. ESPINOSA GOMES DA SILVA, “Breve história da cláusula de continuação da sociedade com os herdeiros dos sócios”, *RFDUL*, vol. XV (1961-62), p. 293 s., e R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *As Companhias Pombalinas – Contributo para a história da sociedade por acções*, Coimbra, 1997, p. 331, notas 969 e 970.

⁷ Cfr. *ob. cit.*, 251 s.

⁸ Essa interpretação do art. 699 do nosso Código comercial de 1833 foi, volvido mais de um século, sufragada – com alguma reserva, é certo – por Nuno J. Espinosa Gomes da Silva; nas palavras deste Autor, “Breve história...”, *RFDUL*, cit., p. 301, “o art. 699, que na sua estatuição não é dissemelhante do consignado no n.º 4 do Tit. XLIV do Livro 4 das Ordenações, parece dever ser interpretado, igualmente, como querendo apenas sancionar a validade da cláusula estabelecendo a continuação da sociedade entre os sócios sobrevivos”.

ultrapassava o tempo de vida dos seus sócios; com a morte destes (*rectius: do penúltimo deles*) ocorria, pois, uma *dispersão do poder e da riqueza de que a empresa colectiva fora instrumento*, o que facilitaria a entrada de novos concorrentes no mercado.

Não era esse o entendimento de Ferreira Borges; na opinião do Autor do Código, a norma do referido artigo rompia com a tradição romanista, que se tinha tornado “jurisprudência universal”, de não admitir a validade das cláusulas contratuais estabelecendo a continuação da sociedade com os sócios sobrevivos e os herdeiros do sócio que falecesse⁹. Ferreira Borges¹⁰ justificava a validade dessas cláusulas – e a consequente *hereditariedade* da posição de sócio – de uma forma circunstanciada, mas nem por isso inteiramente convincente¹¹. Mesmo a invocação do “direito *novíssimo do melhor Código Civil da Europa*”, que consagrava essa solução, tinha pouco cabimento. E isto por causa da diferença entre a redacção do art. 699 do nosso Código comercial e a do art. 1868 do Código civil francês, ao qual Ferreira Borges se referia. Este último preceito, que teria de ser lido à luz do art. 1865, 3.º¹², não deixava quaisquer dúvidas sobre a vontade do legislador em romper com a tradição romanista, tão claro era o seu texto: “*S'il a été stipulé qu'en cas de mort de l'un des associés, la société continuerait avec son héritier ou seulement avec les associés survivants, ces dispositions seront suivies (...)*”. A opção, assim inequivocamente afirmada, pela validade das cláusulas de continuação da sociedade com os herdeiros do sócio que falecesse, aparecia, aliás, na linha dos ensinamentos de Pothier, por muitos considerado como o “pai” do *Code civil*¹³. Pothier, afastando-se da opinião de outros ilustres juristas franceses, nomeadamente, Domat, Serres e

⁹ Importará referir que a proibição, afirmada no direito romano, das cláusulas de continuação da sociedade entre os sócios sobrevivos e os herdeiros do que falecesse não valia em relação às *societates publicanorum* (cujo objecto era a arrematação da cobrança de impostos, e que “possessed privileges unknown in normal Roman company law” – cfr. *Oxford Classical Dictionary*, 1275, voz: *publicani*; as “as sociedades de publicanos” terão constituído um dos primeiros exemplos de *parcerias público-privadas...*); neste sentido, cfr., por exemplo, Ch. LYON CAEN/L. RENAUFT, *Traité de droit commercial*, 4.ª ed., *Tome seconde, Première Partie, Des sociétés*, Paris, 1908, p. 271. Sobre esse e outros aspectos do regime das “sociedades de publicanos”, *vide*, entre nós, R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob cit.* p. 19 s., nota 19.

¹⁰ Cfr. *Diccionario Jurídico-Comercial*, 2.ª ed. (póstuma), Lisboa, 1839, p.193 s.

¹¹ Disso mesmo nos dá conta NUNO J. ESPINOSA GOMES DA SILVA, “*Breve história...*”, *RFDUL*, *cit.*, p. 304 s.

¹² “*La société finit par la mort naturelle de quelqu'un des associés*”.

¹³ Cfr. A. SANTOS JUSTO, *Direito Privado Romano*, I – *Parte Geral (Introdução, Relação Jurídica, Defesa dos Direitos)*, Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica*, 50, Coimbra, 2000, p. 100, e “*O Código de Napoleão e o Direito Ibero-Americano*”, *BFDC*, 71, 1995, p. 30 s.

Despeisses¹⁴, sempre se recusara, na verdade, a aceitar a regra romanista da proibição da hereditariedade da posição de sócio¹⁵. Com a validade das cláusulas de continuação da sociedade com os herdeiros do sócio que falecesse alargava-se, obviamente, o tempo da sua possível duração. Mas esta continuava a conhecer um limite. Com efeito, as referidas cláusulas, que permitiam prolongar a existência das sociedades para além da vida dos respectivos sócios, não lhes prolongavam a existência para além da vida dos herdeiros dos sócios. "Il semble inadmissible – são palavras de E. Thaller/P. Pic¹⁶ – que l'on puisse, *en dehors des sociétés par actions*, organiser une *perpetua successio* qui, à la mort des héritiers, mettrait leurs propres héritiers à leur place, et ainsi de suite". O momento da *dispersão do poder e da riqueza de que a empresa comum forá instrumento* – se se tratasse, é claro, de uma empresa comum objecto de uma sociedade em nome colectivo ou de uma sociedade em comandita simples – poderia assim ser retardado, mas não excluído.

3. A perigosidade político-económica e jurídica das sociedades anónimas

Centremos agora o nosso olhar nas sociedades comerciais, cuja constituição estava sujeita a prévia autorização governamental, e que eram, como é consabido, as sociedades anónimas ou, numa outra terminologia, as sociedades por acções¹⁷. Em primeiro lugar, estas outras sociedades

¹⁴ Cfr. H. LÉVY-BRÜHL, *Histoire juridique des sociétés de commerce en France aux XVII^e et XVIII^e siècles*, Paris, 1938, p. 253 s., e NUNO J. ESPINOSA GOMES DA SILVA, "Breve história..." RFDUL, cit., p. 306 s.

¹⁵ Cfr. *Traité du Contrat de Société*, chapitre VIII, § 3, num. 145 (in: *Oeuvres complètes*, Bruxelles, 1831, t. II, p. 435), apud NUNO J. ESPINOSA GOMES DA SILVA, "Breve história..." RFDUL, cit., p. 307 s ; sobre a referida posição de Pothier, cfr. ainda, por exemplo, E. THALLER/P. PIC., *Traité général théorique et pratique de droit commercial – Des sociétés commerciales, Tome Premier*, Paris, 1908, p. 779, e CH. LYON CAEN/L. RENAULT, *ob. cit.*, p. 271.

¹⁶ *Ob. cit.*, p. 783.

¹⁷ O chamado "sistema de concessão" começou por ser consagrado no *Code de commerce* de 1807, cujo art. 37 dispunha o seguinte: "A sociedade anónima só pode existir com a autorização do Governo, e com a sua aprovação para o acto que a constitua; esta aprovação deve ser dada na forma prescrita pelos regulamentos da Administração Pública". No espaço alemão, vamos encontrar o mesmo sistema em duas leis da Prússia (a Lei sobre as sociedades anónimas de caminhos de ferro, de 3 de Novembro de 1838, e a Lei sobre as sociedades anónimas, de 9 de Novembro de 1843) e também no ADHGB (1861), cujo art. 208 Abs. 1 rezava assim: "Actiengesellschaften können nur mit staatlicher Genehmigung errichtet werden" (complementarmente, estatui-se no art. 211 Abs 1: "Vor erfolgter

exploravam (continuamos a usar o pretérito, dado que nos reportamos ao tempo da consagração legislativa do “sistema de concessão”) empresas que, a mais de colectivas, *assentavam, não já no esforço pessoal de poucos, mas no pouco capital de muitos*. E estes, embora fossem todos sócios, nunca seriam todos administradores, sendo certo que aqueles (sócios ou não-sócios¹⁸) que exerciam essas funções eram (como dizia Adam Smith) “*managers rather of other people's money than of their own*”¹⁹. Aos olhos dos primeiros liberais, os perigos inerentes a uma tal situação eram ainda agravados pela circunstância de o *poder* de que esses administradores desfrutavam não ser condicionado pelo grau de responsabilidade (ou *risco*) que os sócios se dispunham assumir; na sociedade anónima, com efeito, a dimensão da empresa, que é a medida do poder daqueles que a

Genehmigung und Eintragung in das Handelsregister besteht die Aktiengesellschaft als solche nicht”). Este último diploma já previa, porém, a possibilidade de os vários estados alemães, em cujo território ele cobrasse aplicação, optarem pelo sistema normativo (cfr. B. GROSSFELD, *Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär*, Tübingen, 1968, p. 121 s., e N. REICH, “Die Entwicklung des deutschen Aktienrechts in neunzehnten Jahrhundert”, *Ius Commune*, II (Hrsg: Helmut Coing), Frankfurt am Main, 1969, p. 245 s.; na doutrina portuguesa, sobre essa evolução legislativa, *vide* A. MENEZES CORDEIRO, *Responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais*, Lisboa, 1997, p. 86 s.).

No Código comercial português de 1833, as “sociedades anónimas” eram as “associações em conta de participação”, previstas no art. 571: “As associações em conta de participação são verdadeiras sociedades mercantis; e podem definir-se as reuniões, que formam dous ou mais comerciantes, *sem firma*, para lucro commun e social, trabalhando um, alguns, ou todos em seu nome individual sómente. *Esta sociedade tambem se denomina momentanea e anonyma*”. O tipo societário, a que o legislador francês chamou “sociedade anónima” (e os seus congéneres alemão e italiano chamaram “sociedade por ações”) recebeu, entre nós, o nome de “companhia de comércio”, assim definida no art. 538: “Companhia é uma associação d'accionistas sem firma social, qualificada pela designação do objecto da sua empresa, e administrada por mandatarios temporarios, revogaveis, accionistas ou não accionistas, assalariados ou gratuitos”. Nos termos do art. 546, tais “companhias só podiam ser estabelecidas por auctorização especial do governo, e approvação da sua instituição”.

¹⁸ A possibilidade de os membros do conselho de administração serem recrutados fora do “grémio social” estava expressamente prevista no art. 31 do *Code de commerce* e também no (já transcrito – cfr. nota anterior) art. 538 do nosso Código de 1833. Sobre o ponto, cfr. M. NOGUEIRA SERENS, *Administradores de sociedades anónimas – Da proibição de gerir só dinheiro dos outros à obrigação de prestar caução para o fazer*, Coimbra, 2012.

¹⁹ “*The directors of such companies [joint-stock companies], however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*” (cfr. ob. cit., p. 311; sublinhados nossos).

administram, não interfere com a responsabilidade dos sócios, que é sempre limitada ao valor da respectiva entrada. Dado que um grande poder (de mercado), centrado numa grande empresa de que a sociedade anónima fosse titular, não fazia aumentar a responsabilidade dos seus sócios (pelas dívidas sociais, entenda-se), natural seria que estes não receassem a dimensão da empresa. Vale isto por dizer que neste tipo de sociedade, e ao contrário do que vimos acontecer nas sociedades em nome colectivo e em comandita, *a ambição de poder* (de mercado) *dos sócios* (de todos ou de alguns deles) *não era auto-controlada*.

a) Essa perigosidade político-económica das sociedades anónimas tinha, aliás, múltiplas facetas. A especulação (e mesmo a agiotagem) inerente à negociabilidade das acções – “danger bien mis en évidence par l’histoire des sociétés de capitaux et d’autant plus réel en ce début du XIX^e siècle que l’insuffisance du système bancaire rend très sensible à la moindre perturbation le marché de l’argent”²⁰ – seria uma delas. Outra seria, como há pouco deixámos intuído, o *monopólio*, exactamente por causa do *ilimitado potencial de crescimento da sociedade anónima*. A este propósito, é deveras elucidativo o relatório da Comissão que, em 1801, foi encarregada por Chaptal de redigir um novo Código de Comércio (a chamada “*Commission de l’an IX*”). Dizia-se aí o seguinte: “Les grandes entreprises commerciales (...) sont dangereuses si elles établissent un commerce sur des objets que tous les commerçants peuvent atteindre, en ce qu’elles favorisent un monopole funeste au commerce et à la société. C’est à l’administration publique qu’il appartient de juger les avantages et les dangers de ces sortes d’associations”²¹. Para além de alertar para a *vocação monopolista* (ou *capacidade monopolizadora*) da sociedade anónima e, por conseguinte, para a ameaça que a sua constituição representava para a liberdade de concorrência, o trecho transcrito – que provinha, note-se, de uma Comissão, cujo presidente, Gorneau, “passait déjà sous l’Ancien Régime pour le praticien du droit commercial le plus considéré de la place de Paris”²² – acentuava a *subsidiariedade* dessa forma (não-individual) de exercício da empresa: a sociedade anónima só deveria ser admitida quando a actividade (ou a empresa) que ela se propunha desenvolver, por razões de risco e/ou de dimensão, não fosse acessível ao empresário individual ou mesmo a uma “sociedade de pessoas”. Estas duas ideias, que se apresentavam como o *verso* e o *reverso* da

²⁰ A. LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX^e siècle – Du Code de Commerce à la loi de 1867. Histoire d’un instrument juridique du développement capitaliste*, Paris, 1985, p. 23.

²¹ A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ob. cit. p. 24.*

²² R. SZRAMKIEWICZ, *Histoire du droit des affaires*, Paris, 1992, p. 271.

mesma medalha, e na base das quais se erigiu o “sistema de concessão”, não tinham apenas curso em França. A sua aceitação, pelo menos durante a primeira metade do século XIX, foi generalizada, como generalizado foi, consequentemente, o “sistema de concessão”, e nos mais diversos quadrantes geográficos. No espaço teutónico, por exemplo, Meno Pöhls afirmava (em 1842) que a sociedade anónima só devia ser admitida “ob denn der Zweck der Gesellschaft wirklich ein solcher sey, daß seine Erreichung größere Mittel erfordert, und darüber, ob denn nun nicht die Privatindustrie darunter leide”²³. Em relação às sociedades anónimas, cujo objecto se não cingisse a uma específica actividade, o autor era ainda mais categórico, defendendo que tais sociedades nunca deveriam ser autorizadas. E justificava esta sua posição do seguinte modo: “Das Monopol, welches (...) in einem factischen An-sich-Reißen eines gewissen Handelszweiges, in einem gewissen Verdrängen der Concurrenten von gewissen Handelswegen, also in rein factischen Monopolisieren, bestehen kann, war und ist überall nachteilig”²⁴. Nesta mesma linha, e a propósito das empresas bancárias, organizadas sob a forma de sociedade anónima, escrevia (em 1857) Tellkampf: “Die Combination unbegrenzter Millionen in einem Kreditinstitute macht letzteres zu einer herrschenden Macht allen Privatkonkurrenten gegenüber, hebt faktisch die freie Konkurrenz aller Privatpersonen auf, kann die letzteren beliebig unterdrücken”²⁵. Entre nós, e em anotação ao art. 546 do Código Comercial de 1833, Ricardo Teixeira Duarte escreveu o seguinte: “Como as Companhias têm por objecto empresas muito consideraveis, ordinariamente arruinam uma grande porção de pequenas empresas da mesma especie, e com elles a fortuna dos seus proprietarios: é por tanto mister (...) que elles offereçam uma estabilidade e proveito taes, que vão muito além de compensar estes prejuizos”²⁶. “Ao Governo, auxiliado pelos principios d’Economia Politica – são ainda palavras do Autor –, é que cumpre

²³ *Das Recht der Actiengesellschaften mit besonderer Rücksicht auf Eisenbahngesellschaften*, Hamburg, 1842, p. 42. Talvez pudéssemos traduzir do modo seguinte: “Se a sociedade tiver realmente um objecto de tal ordem que a sua realização exija meios muito vultuosos e, ademais, se a indústria pessoal disso não se ressentir”.

²⁴ “O monopólio, que consiste numa apropriação fáctica de um determinado ramo de comércio, num desalojamento dos concorrentes num determinado ramo de comércio, foi e é, por toda a parte, prejudicial” (tradução nossa).

²⁵ *Über die neuere Entwicklung des Bankwesens in Deutschland*, 4. Aufl., Breslau, 1857, p. 87. Numa tradução (quase) literal: “A combinação ilimitada de milhões numa instituição de crédito investe-a de um poder dominante sobre todos os comerciantes privados, suprime de facto a concorrência dos indivíduos, e pode oprimir estes últimos”.

²⁶ Cfr. *Commentario ao Título II, Parte I, Livro II do Código Commercial Portuguez*, Lisboa, 1872, p. 41-42.

ponderar as razões de conveniencia ou desvantagem publica, antes de conceder a authorisação, de que depende a formação d'uma Companhia"²⁷.

Na base do "sistema de concessão" estava, pois, digamo-lo numa palavra, uma inequívoca preocupação com a *defesa da liberdade de concorrência*; ao adoptá-lo, os legisladores dos começos de oitocentos mostravam-se profundamente liberais, exactamente porque privilegiavam a *iniciativa económica individual*, em prejuízo das "associações de sacos de moedas" – a expressão é de C. Gide, e foi usada pelo autor precisamente para caracterizar as sociedades anónimas²⁸ –, que só a custo eram toleradas.

b) Aos perigos político-económicos das sociedades anónimas, outros se juntavam (na perspectiva dos autores da primeira metade de oitocentos, é claro) de carácter mais estritamente jurídico. Esses perigos eram ainda reflexo do facto de a *ambição do poder* (de pelo menos alguns) dos sócios dessas sociedades não ser *auto-controlada*. E não o era, já o dissemos, porque a dimensão da empresa não era a medida do risco por eles assumido (ou, se preferirmos, porque a *medida da sua liberdade não era a medida da sua responsabilidade*): a sua responsabilidade era sempre limitada – "limitada para dentro" (embora respondessem com todo o seu património pela realização da respectiva entrada, a sua responsabilidade não ia além do valor desta) e "limitada para fora" (já que não respondiam perante os credores da sociedade pelas dívidas sociais; sendo *irresponsáveis* não era de esperar que fossem *conscientes*...). Dissociando o poder do risco, ou talvez melhor, rompendo a *correlatividade* entre um e outro – e, em consequência disso mesmo, eliminando um dos mecanismos essenciais de (*auto-)*governo da concorrência –, a sociedade anónima representava, afinal das contas, uma verdadeira *heresia*. A sociedade anónima – note-se – tal como ela nos aparece caracterizada no *Code de commerce*, cujo art. 33 erigia a limitação da responsabilidade a elemento essencial do tipo: "Les associés ne sont passibles que de la perte du montant de leur intérêt

²⁷ *Ob. cit.*, p. 30.

²⁸ *Cours d'économie politique*, 3.^a ed., Paris, 1913, p. 221. O trecho completo é o seguinte: "La société par actions a généralement un autre caractère qui sert également à la qualifier: elle est *anonyme*, ce qui veut dire qu'elle n'est point une association de personnes, comme les associations de travail ou les coopératives (...), mais une association de capitaux. Sans doute ces capitaux ont des propriétaires, mais on ne s'occupe pas d'eux. Encore pourrait-on connaître leurs noms quand les actions sont nominatives, mais si elles sont *au porteur*, ce qui devient de plus en plus fréquent, l'anonymat est complet. C'est la perfection de l'association capitaliste: ce n'est plus une association d'hommes mais une association de sacs d'écus" (os últimos sublinhados são nossos).

dans la société" (assim rezava a norma)²⁹. Esta opção acabou por se impor na Europa, mas não imediatamente. Com efeito, na primeira metade do século XIX – refira-se que, em Inglaterra, "the principle of limited liability was not made a matter of general right until the year 1855" (promulgação do *Limited Liability Act*³⁰)³¹ –, muitos eram ainda os países cujas leis não consideravam a limitação da responsabilidade como um elemento essencial do tipo de sociedade anónima³². Este era, aliás, o entendimento tradicional, afirmado no tempo das "Companhias de Comércio" dos séculos XVII e XVIII³³, por (quase) todos consideradas como as precursoras das "modernas sociedades anónimas"³⁴. Nalguns países, terão existido certas Companhias cujos sócios – que se designavam accionistas³⁵ – viam a sua responsabilidade limitada "para dentro" e "para fora": realizada a respectiva

²⁹ A redacção do art. 543 do nosso Código Comercial era esta outra: "os accionistas d'uma companhia não respondem por perdas além do montante do seu interesse nela". "A razão deste art. – assim se lia nas Explicações ao Código Commercial, cit., p. 194 – é que os capitaes são sómente os que se acham em associação, e portanto é rasoavel que a perda sómente recaia sobre os capitaes. – Advertindo-se que a expressão, – interesse – empregada neste lugar, significa a totalidade da somma, com que cada associado entra para a sociedade".

³⁰ 18 & 19 Vict. C. 133.

³¹ E. JENKS, *A Short History of English Law – From the Earliest Times to the End of the Year 1911*, London, 1912, p. 296. Sobre o *Limited Liability Act* (cujos princípios foram depois incorporados no *Joint Stock Companies Act* de 1856), *vide* L. GOWER, *Principles of Modern Company Law*, 5th ed., 1992, p. 41 s., e *Farrar's Company Law*, 4th ed., by JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN/NIGEL E. FUREY/PHILIP WYLIE, London/Edinburgh/Dublin, 1988, p. 20 s.

³² *Vide* E. F. HECKSCHER, *Der Merkantilismus*, Band I, Jena, 1932, p. 345.

³³ Cfr. K. LEHMANN, *Die geschichtliche Entwicklung des Aktiengesetzes bis zum Code de Commerce*, Berlin, 1895, p. 29 s., e *Das Recht der Aktiengesellschaft*, Erster Band, Berlin, 1898, p. 216; na literatura portuguesa, *vide*, por todos, R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob. cit.*, p. 556 s.

³⁴ A questão das (verdadeiras) origens da sociedade anónima foi proficientemente tratada, entre nós, por Rui Manuel Figueiredo Marcos, na sua Dissertação de Doutoramento, já citada (cfr. todo o primeiro capítulo desta obra, p. 11-48). Sobre o tema, cfr. ainda, por exemplo, V. LOBO XAVIER, "Sociedade anónima", *POLIS-Enciclopédia Verbo da Sociedade e do Estado*, PEDRO MAIA, *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica*, 62, Coimbra, 2002, p. 31 s., L. BRITO CORREIA, *Os administradores de sociedades anónimas*, Coimbra, 1993, p. 78 s., J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito comercial*, vol. II, *Das sociedades*, 3.^a ed., Coimbra, 2009, p. 77 s., e M. NOGUEIRA SERENS, *Notas sobre a sociedade anónima*, Boletim da Faculdade de Direito, *Studia Iuridica*, 14, 2.^a ed., Coimbra, 1997 p. 7.

³⁵ Essa designação – costuma dizer-se – decorre do facto de a *socialidade* (ou, se preferirmos, o *status socii*) estar incorporado num documento (*título de crédito*) que, na Holanda, tomou o nome de "Aktie"; sobre a origem e a evolução do conceito de acção, *vide*, entre nós, R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob. cit.*, p. 56, nota 185, e 510 s., com abundantes referências bibliográficas.

entrada (*id est*, pago o valor das acções subscritas), isentavam-se de qualquer responsabilidade, quer perante a Companhia, quer perante os seus credores – se aquela os não podia obrigar a novas prestações, aqueles credores, (mesmo) na insuficiência do património social, não tinham acção para lhes exigir o que pela Companhia lhes fosse devido³⁶. Este regime coexistia, por vezes em diferentes companhias do mesmo país, com um outro: a responsabilidade dos accionistas, que não era limitada “para dentro”, acabava por ser ilimitada “para fora”. Acontecia assim, desde logo, naquelas Companhias cujos estatutos incluíam uma cláusula que impunha aos accionistas a obrigação de prestações suplementares. Tratando-se de uma prática frequente³⁷, não consta que a sua legalidade fosse contestada. Ao que parece, essa obrigação dos accionistas afirmar-se-ia mesmo no silêncio dos estatutos ou, dizendo de outra maneira, só estaria arredada se neles houvesse cláusula expressa nesse sentido. Nesta outra hipótese – que pode ser ilustrada pela norma do art. 2 dos estatutos da *Compagnie des Indes Orientales*, assim redigido: “*Les directeurs ni les particuliers intéressés ne pourront être tenus (par quelque cause ou prétexte que ce soit) de fournir aucune somme au delà de celle pour laquelle ils se seront obligés dans le premier établissement de la Compagnie, soit par manière de supplément ou autrement*” –, os accionistas viam a sua responsabilidade limitada “para dentro”: cumprida a obrigação de entrada, não poderiam ser compelidos pela Companhia à realização de quaisquer outros pagamentos. Mas daí não decorria a limitação da sua responsabilidade “para fora”; segundo a H. Lévy-Bruhl³⁸, seria precisamente esse o caso da *Compagnie des Indes Orientales*: os seus accionistas, que não podiam ser obrigados à realização de prestações suplementares³⁹, respondiam pessoalmente perante os credores da companhia, na insuficiência do património desta⁴⁰.

³⁶ Segundo R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob. cit.*, p. 564 s., seria esse o regime de responsabilidade dos accionistas das Companhias pombalinas; cfr. ainda J. ENGRÁCIA ANTUNES/N. PINHEIRO TORRES, “The Portuguese East India Company (1628-1633)”, *400 Years of Company Law* (edited by: Ella Gepken-Jager/Gerard von Solinge/Levinus Timmerman), Deventer, 2005, p. 176.

³⁷ Por exemplo, em Inglaterra (cfr. I. GOWER, *ob. cit.*, p. 231), em França (cfr. H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 241 s.) e em Espanha (cfr. J. MARTÍNEZ GIJÓN, “Las sociedades por acciones en el derecho español del siglo XVII”, *Revista del Instituto de Historia del Derecho Ricardo Levene*, 1968, p. 82 s. Sobre o tema, *vide* R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob. cit.*, p. 559 s.

³⁸ *ob. cit.*, p. 244 s.

³⁹ Decorria isso mesmo do art. 2 dos estatutos da Companhia (cfr. *supra*, no texto). Dando conta dos atropelos de que este preceito foi objecto, cfr., porém, R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob. cit.*, p. 561.

⁴⁰ Dessa forma, os accionistas poderiam perder uma importância superior ao valor do seu investimento na Companhia. Mas esta, carecendo de aumentar os seus capitais pró-

c) O sistema de limitação da responsabilidade dos accionistas “para dentro” e “para fora” – que, como vimos, o *Code de Commerce* erigiu a característica essencial do tipo societário em causa – tinha-se imposto em França nas duas últimas décadas do século XVIII. E de uma forma enviesada, diga-se. A *Ordonnance de Colbert* (1673) não previa senão dois tipos de sociedades: a *société générale* e a sociedade em comandita (*simples*, diríam-nos nós hoje)⁴¹, sendo certo que à data da sua promulgação era já conhe-

prios para expandir a sua actividade (ou, como também poderíamos dizer, para “novas aventuras”), não podia obrigar os accionistas à realização de novas entradas, a título de prestações suplementares.

⁴¹ A *société générale* aproximava-se da actual sociedade em nome colectivo, nomeadamente, no que respeita à responsabilidade dos seus membros, que era pessoal, solidária e ilimitada (“seront obligés solidairement aux dettes de la société encore qu'il n'y en ait qu'un qui ait signé, au cas qu'il ait signé pour la compagnie, et non autrement” – assim rezava o tit. IV, article 7 da *Ordonnance*). E, por ser assim, nunca foi encarada como uma forma de organização de “grandes empresas comerciais” (vide R. SALEILLES, “Étude sur l'histoire des sociétés en commandite”, *Annales de Droit Commercial (Histoire)*, 1895, p. 62); constituída por comerciantes, a sua duração era, em regra, relativamente curta e dissolvia-se com a morte de um dos seus sócios (cfr. R. SZRAMKIEWICZ, *ob. cit.*, p. 157, e H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 31).

Quanto à sociedade em comandita, a responsabilidade limitada dos sócios comanditários era expressamente afirmada no Tit. V, article 8, da *Ordonnance* (: “Les associés en commandite ne seront obligés que jusqu'à la concurrence de leur part”). Esses sócios estavam, porém, impedidos de se envolverem na gestão da sociedade, sob pena de passarem a responder como sócios comanditados; como dizia R. SALEILLES, “Étude...”, *Annales de Droit Commercial*, cit., p. 59, “s'ils agissent personnellement, ils engagent leur responsabilité personnelle, soit parce qu'ils interviennent visiblement et extérieurement avec les tiers, soit, à supposer qu'ils restent derrière la coulisse, parce que le commandité n'est plus que leur mandataire et que tout mandataire engage son mandant”. Se, como há pouco dissemos, as *sociétés générales* eram constituídas entre comerciantes, as sociedades em comandita, por sua vez, podiam ser constituídas – são de novo palavras de R. SALEILLES, “Étude...”, *Annales de Droit Commercial*, cit., p. 57 – por “un négociant et particuliers non commerçants”, sendo então apelidadas de “comanditas ocultas”. Esta designação nada tinha a ver com a natureza dos respectivos contratos, que não diferia da dos contratos de “comanditas públicas”, que eram as celebradas entre “marchands et négociants”. Aquelas outras comanditas diziam-se “ocultas” exactamente porque a sua constituição não estava sujeita a registo. Desta forma, o legislador concertava os interesses dos comerciantes com os dos membros da aristocracia endinheirada: os primeiros, aspirando ao crescimento das respectivas empresas, e não dispondo dos fundos necessários para o efeito, poderiam ir buscá-los onde os havia, ou seja, aos *bolsos* dos nobres, sem que, assim fazendo, tivessem de partilhar a gestão dessas mesmas empresas com esses seus consócios; os membros da aristocracia endinheirada, por sua vez, podiam entrar no comércio de forma anónima, arriscando apenas uma parte do seu património e ficando à margem de eventuais processos falimentares (cfr. R. SZRAMKIEWICZ, *ob. cit.*, p. 157 s.). Embora não fosse adepto da não sujeição a registo das “comanditas constituídas entre comerciantes e simples particulares”, J. SAVARY, (*Le parfait négociant*,

cido da prática um outro tipo de sociedade – a então chamada “société anonyme”. Duas eram as suas características fundamentais. Por um lado, os seus sócios não a davam a conhecer ao tráfico, antes ocultavam a relação que entre eles intercedia, eximindo-se ao uso de uma firma comum; a sociedade dizia-se “anónima” por isso mesmo⁴². Por outro lado, assumiam carácter *accidental* ou *momentâneo*⁴³: a sua constituição não se dirigia ao exercício continuado e (mais ou menos) duradouro de uma empresa, mas à prática de uma concreta operação. Nos exemplos de J. Savary⁴⁴, ou era o comerciante que, tendo recebido um importante carregamento de mercadorias, se associava a outro comerciante, atribuindo-lhe uma percentagem nos lucros e nas perdas; ou eram os comerciantes que se associavam para a importação e posterior venda de determinados géneros (trigo, por exemplo) em épocas de penúria; ou eram os comerciantes que nas feiras se obrigavam a não cobrir os lanços uns dos outros, repartindo depois entre si as mercadorias que todos assim adquiriam, de acordo com as quantidades pré-fixadas; ou eram, finalmente, os grandes comerciantes que, tendo açambarcado vários produtos, se obrigavam a vendê-los a determinado preço, que fora convencionado previamente. Estes quatro exemplos, que eram outras tantas variedades de *sociétés anonymes* – que, ao tempo, também se designavam “*comptes en participation*”⁴⁵ – evidenciam que estas constituíam verdadeiros “sindicatos de especulação” (*scilicet: corners e rings*)⁴⁶. Outra não era, obviamente, a razão do *anonimato*, ou talvez melhor, do *encobrimento* de tais sociedades. Desconhecemos se a jurisprudência francesa foi alguma vez chamada a pronunciar-se sobre a questão da sua validade; sabemos, contudo, que a *Ordonnance de Colbert* as não mencionava. E a verdade é que não faltou quem considerasse que, no caso, o silêncio falava; Denisart, por exemplo, escrevendo no final do século

ed. de 1749, p. 23 s., *apud* R. SALEILLES, “Étude...”, *Annales de Droit Commercial*, cit., p. 56) não deixava de justificar o regime da *Ordonnance*, dizendo que, sujeitar todas as comanditas a registo, teria sido a sua ruína, “*puisque presque toujours les commandites se forment entre gens qui ne veulent pas se faire connaître, et ne veulent pas livrer leurs noms à la publicité*”.

⁴² Cfr. H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 40 s.; J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, Paris, 1986, p. 191 s.; R. SZRAMKIEWICZ, *ob. cit.*, p. 158.

⁴³) Para além dos autores citados na nota anterior, cfr. R. SALEILLES, “Étude...”, *Annales de Droit Commercial*, cit., p. 57.

⁴⁴ *Le parfait négociant*, p. 25 s., APUD H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 40.

⁴⁵ Vide J. HILAIRE, *ob. cit.*, p. 192.

⁴⁶ Cfr. M. NOGUEIRA SERENS, *A monopolização da concorrência e a (re-)emergência da tutela da marca*, Coimbra, 2007, p. 52 s.

XVIII, afirmava que as *sociétés anonymes* eram reprimidas pela *Ordonnance*, exactamente por causa “*des abus qu’elles causent dans le commerce*”⁴⁷.

Vimos há pouco, ao analisar as variedades de “sociedades anónimas”, referidas por J. Savary, quais eram alguns desses abusos: açambarcamento e outras práticas monopolistas; consequentemente, não cabe dúvida de que, reprimindo as sociedades em apreço, o legislador francês seiscentista evi-denciava alguma preocupação com a defesa da liberdade de concorrência. Aliás, é esta mesma preocupação que, a nosso ver, explica a inexistência, no quadro da *Ordonnance*, de qualquer disciplina atinente às chamadas “sociedades de capitais”. Ao tempo, a possibilidade de incorporar a parti-cipação social em títulos (acções), (mais ou menos) facilmente transmis-síveis, já era conhecida, mesmo em França; com efeito, e para dar só um exemplo, as Companhias das Índias, que apresentavam essa característica, haviam sido constituídas em 1664. Por outro lado, a *Ordonnance* disciplinava as sociedades em comandita simples e, por conseguinte, admitia que só alguns sócios assumissem responsabilidade ilimitada; destarte, a *limitação da responsabilidade* deixava de ser entendida como um *privilégio* que só podia ser concedido por “*Act du Prince*”. Para dar livre curso às “sociedades de capitais”, bastaria, pois, um *pequeno passo*, que seria, afi-nal, a conjugação das duas ideias acabadas de expor: admitir que a parti-cipação social dos sócios que assumiam responsabilidade limitada (os *comanditários*, pois) fosse incorporada em acções. Ora, foi esse “*pequeno passo*” – que se traduziria na criação de um novo tipo de sociedade (*a sociedade em comandita por acções*) – que o legislador francês seiscentista não deu, salvaguardando dessa forma as prerrogativas do Estado no que respeita à constituição das empresas de maior dimensão. Estas, por força do seu carácter monopolista (ou capacidade monopolizadora), só deviam ser admitidas com vista à realização de tarefas inacessíveis aos indivíduos (aos indivíduos-empresários em nome individual, passe o pleonasmo, e aos indivíduos-sócios das “sociedades de pessoas”)⁴⁸. Para tornar possí-vel esse controlo, as *Companhias* que constituíam a forma jurídica dessas grandes empresas eram fundadas por “*Act du Prince*” – fundadas e também *reguladas*, não se lhes aplicando, por isso mesmo, a disciplina jurídico-pri-vada dos restantes comerciantes (individuais ou colectivos)⁴⁹. Suponha-

⁴⁷ Vide H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 41 s.

⁴⁸ Cfr., por todos, R. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Paris, 1946, p. 53 s.

⁴⁹ “*Les compagnies par actions* (...) n’étaient pas reconnues par la législation générale; chacune d’elles trouvait son titre légitime et son code particulier dans l’édit royal qui l’autorisait” (A. VAVASSEUR/J. VAVASSEUR, *Traité des sociétés civiles et commerciales*, 6.^a ed., *Tome Second*, Paris, 1910-1914, p. 1). Era assim em França, e também na generalidade dos outros países europeus, nos quais essas companhias existiam. E daí que a respectiva disciplina

-se, por um instante, que, na *Ordonnance*, se admitiam as sociedades em comandita por acções. A conjugação da limitação da responsabilidade de uma categoria de sócios com a incorporação da participação social desses mesmos sócios em acções – nominativas ou ao portador, mas sempre (mais ou menos facilmente) transmissíveis –, que é a principal característica desse tipo de sociedade, potencia a atracção de capitais em medida incomparavelmente superior àquela que é potenciada pela simples limitação da responsabilidade de alguns sócios, como acontece na sociedade em comandita simples. Pois bem. Era essa virtualidade da sociedade em comandita por acções que a tornava perigosa aos olhos do legislador francês seiscentista. A reunião de avultados capitais, no seio das sociedades desse tipo, sendo livre a sua constituição, conduziria ao aparecimento de empresas de maior dimensão, sem qualquer controlo do Estado, sendo certo que, sem esse controlo, os promotores dessas empresas escolheriam, decerto, todas as actividades mais rentáveis, e não já apenas aquelas que fossem *inacessíveis* aos indivíduos (empresários individuais ou sócios das “sociedades de pessoas”). Em resumo, e ao contrário do que diz R. Szramkiewicz⁵⁰, o facto de a *Ordonnance de Colbert* disciplinar apenas as sociedades de pessoas não pode ser interpretado como uma “esquisitice” (*bizarrie*), mas antes como um sinal de preocupação com a defesa da liberdade de concorrência.

d) É claro que essa preocupação do legislador colidia (ontem *como hoje*) com os interesses empresariais típicos, exactamente porque contrariava a proverbial vocação monopolista dos empresários. E foi precisamente para materializar essa vocação que a sociedade em comandita simples acabou por ser aproveitada para a constituição, sem entraves de monta, de empresas de significativa dimensão. De que modo? Talvez se pergunte. Deixemos que seja R. Szramkiewicz a responder: “*Au lieu d'avoir une commandite apportée par une, deux ou trois personnes, nominativement connues, la commandite sera un tout que l'on découpera en actions (...) et que l'on répandra dans le public. Les commanditaires ne seront pas forcément des gens que l'on connaîtra: ce seront des personnes anonymes perdues dans le public et qui détiendront des actions d'une commandite de société, parfois de plusieurs, leur responsabilité étant bornée à la perte du montant*

fosse comummente entendida como relevando (exclusiva ou predominantemente) do direito público; com múltiplas indicações de autores estrangeiros (nomeadamente, franceses, italianos, espanhóis e alemães) *vide* L. BRITO CORREIA, *ob. cit.*, p. 84, PEDRO MAIA, *ob. cit.*, p. 38, nota 47, e, mais desenvolvidamente, R. M. FIGUEIREDO MARCOS, *ob. cit.*, p. 278 s.

⁵⁰ *Ob. cit.*, p. 152.

de leurs actions, conformément à l'article 8 de l'Ordonnance⁵¹. Tão simples como isto: incorporava-se a participação social dos sócios comanditários em títulos (não havia na lei nada que *expressamente* o proibisse...) e afirmava-se a sua negociabilidade; fazendo assim – e, em regra, era através de cláusulas estatutárias que assim se fazia –, “on a (...) là tous les moyens pour que des capitalistes puissent prendre de façon anonyme des parts ou actions, spéculer sur elles et les transférer très facilement”⁵².

A partir do último quartel do século XVIII, foi-se, porém, ainda mais longe: fizeram-se desaparecer os sócios comanditados da sociedade em comandita, continuando, obviamente, as participações sociais (agora, *todas* elas) a ser incorporadas em títulos. Eis as “sociedades (em comandita) compostas só por accionistas”, às quais o *Code de commerce* depois chamou *sociedades anónimas*. Esse resultado, juridicamente abstruso (é o mínimo que se pode dizer) era, aliás, muito fácil de conseguir. Constituía-se uma sociedade em nome colectivo, que logo deixava de o ser, pois que se incluía nos respectivos estatutos uma cláusula que permitia a incorporação das participações sociais em títulos, sendo certo que a sociedade em comandita por acções em que aquela assim se metamorfoseava permaneceria, também ela, no “limbo”, por força de uma nova cláusula estatutária de *exclusão da responsabilidade de todos os sócios*⁵³. Percebe-se agora a razão por que atrás dissemos que a limitação da responsabilidade dos accionistas (de *todos* os accionistas, entenda-se) “para dentro” e “para fora” se havia imposto em França de forma enviesada, e só nas duas últimas décadas do século XVIII.

Prossigamos.

A constituição das referidas “sociedades por acções” – chame-se-lhes agora assim⁵⁴ –, exactamente porque era promovida pelos *particularles*, fazia-se “sans le secours et donc le contrôle éventuellement possible du pouvoir monarchique”⁵⁵. Em consequência disso mesmo, e porque tais sociedades seriam (quando menos, em regra) titulares de grandes empresas, o Estado perdia o monopólio de decisão (político-económica) sobre a constituição

⁵¹ *Ob. cit.*, p. 162.

⁵² Transcrevemos de novo R. SZRAMKIEWICZ, *ob. cit.*, p. 162; sobre esse processo de criação das (depois designadas) sociedades em comandita por acções, vide, entre nós, PEDRO MAIA, *ob. cit.*, p. 53 s.

⁵³ Cfr. H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 45 s. e p. 347 s. (com exemplos de cláusulas desse tipo), R. SZRAMKIEWICZ, *ob. cit.*, p. 163 s., e A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ob. cit.*, p. 13.

⁵⁴ Alguns também lhe chamaram “sociedades compostas unicamente de accionistas”, enquanto outros sempre preferiram chamar-lhes “falsas comanditas”; cfr., entre nós (com indicações bibliográficas), PEDRO MAIA, *ob. cit.*, p. 54 s.

⁵⁵ A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ob. cit.*, p. 7.

de tais empresas; o sistema de *octroy*, cuja *ratio* era – à semelhança, aliás, do “sistema de concessão” que o substituiu – permitir a grande empresa apenas para a prossecução de uma actividade económica (como, por exemplo, a exploração das colónias, o comércio marítimo, a actividade bancária e seguradora) inacessível (também pelos riscos envolvidos) aos indivíduos (empresários individuais ou sócios de “sociedades de pessoas”) era, assim, posto definitivamente em causa. Mas a *livre* constituição (no sentido há pouco exposto) das “sociedades por acções”, acompanhada – *et pour cause* – do reaparecimento das acções ao portador⁵⁶, teve ainda uma outra importante consequência: o alastramento das fraudes, com muita especulação e agiotagem à mistura.

Tendo crescido em número e em importância nos últimos anos do *Ancien Régime*, as “sociedades por acções” só despertaram a atenção do legislador revolucionário em 1793; “afin de protéger les actionnaires et de stopper des enrichissements injustifiés” – as palavras são de R. Szramkiewicz⁵⁷ –, foi então publicado um Decreto, que proibia “les associations connues sous le nom de Caisse d’Escompte, de Compagnie d’Assurances à vie, et généralement toutes celles dont le fonds capital reposait sur des actions au porteur, sur des effets négociables ou sur des inscriptions sur un livre transmissibles à volonté, et défendit d’en établir de pareilles à l’avenir sans autorisation des corps législatifs”⁵⁸. Alguns meses depois, o *décret du 26 germinal an II* (15 de Abril de 1794) suprimiu igualmente as sociedades financeiras. Ambas as leis – que, segundo Szramkiewicz⁵⁹, foram expressão da “politique générale de Robespierre et des Jacobins (c’est-à-dire de la majorité victorieuse des juristes, des philosophes et des professions libérales de l’Assemblée) contre les millieux d’affaires aux sympathies girondines, voire royalistes” – não tardaram, porém, a ser revogadas. Disso se encarregou o Directório, com a promulgação da *lei de 30 brumário, ano IV* (21 de Novembro de 1795)⁶⁰. Até à entrada em vigor do *Code de commerce*, em 1 de Janeiro de 1808, as “sociedades por acções” voltaram, pois, a poder ser constituídas livremente, à semelhança do que havia acontecido nas duas últimas décadas do *Ancien Régime*. Não fora o atraso do *Conseil d’État* na apreciação do projecto da “Comission de l’an IX” – entregue em 1801, esse projecto só começou a ser apreciado nos finais de 1806 –, e esse novo “período

⁵⁶ Vide A. LEFEBVRE-TEILLARD, *ob. cit.*, p. 7, e PEDRO MAIA, *ob. cit.*, p. 55, nota 91.

⁵⁷ *Ob. cit.*, p. 166.

⁵⁸ Transcrevemos de H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 51; cfr. ainda P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia*, Roma, 1974, p. 29 s.

⁵⁹ *Ob. cit.*, p. 166.

⁶⁰ Cfr., por exemplo, H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 52; na literatura portuguesa, vide PEDRO MAIA, *ob. cit.*, p. 57.

de graça" da grande empresa teria sido bem mais curto. Com efeito, a ideia de não permitir a constituição de sociedades anónimas (as "sociedades por acções" rebaptizadas) *sem prévia autorização governamental* partiu de Gorneau e seus pares na referida comissão, que alertavam, como atrás vimos, para a necessidade de ser a administração pública a ajuizar das vantagens e dos inconvenientes, em termos *político-económicos e económico-concorrenciais*, de tais sociedades. No quadro da discussão do projecto, no seio do *Conseil d'Etat*, a defesa do "princípio da autorização governamental" foi reforçado com base em argumentos de outro tipo, e que giravam, também já o vimos, todos eles à volta do facto de a sociedade anónima permitir a limitação da responsabilidade ("para dentro" e "para fora") de todos os seus sócios. Deveras elucidativas, a este propósito, são as palavras de Cambacérès (proferidas numa das sessões do *Conseil d'Etat*): "L'ordre public est intéressé dans toute société qui se forme par actions parce que, trop souvent, ces entreprises ne sont qu'un piège tendu à la crédulité des citoyens. Point de doute qu'une société qui travaille sur ses propres fonds n'ait pas besoin d'autorisation; mais si elle forme ses fonds par des actions mises sur la place, il faut bien que l'autorité supérieure examine la valeur de ces effets et n'en permette le cours que lorsqu'elle s'est bien convaincue qu'elle ne cache pas de surprise"⁶¹. Volvido mais de meio século, estas palavras de Cambacérès ainda ecoavam pela voz de Fould (citado por A. Lefebvre-Teillard⁶²): "Je crois aujourd'hui comme alors que la spéculation doit avoir pour limite et pour garantie la responsabilité individuelle (...) la garantie que le public trouve dans la responsabilité individuelle n'existe plus dans la société anonyme".

⁶¹ Transcrevemos de H. LÉVY-BRÜHL, *ob. cit.*, p. 52.

⁶² *Ob. cit.*, p. 22.

RESUMO: Pela Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril, (re)introduziu-se no ordenamento jurídico português a consagração expressa da responsabilidade dos administradores pela causação ou agravamento da insolvência de sociedade comercial, com a alteração do artigo 189.º do CIRE. Porém, a nova redacção desta norma é, neste ponto, pouco clara, dando aso a inúmeras dúvidas interpretativas numa matéria em que a segurança é fundamental. Também em Espanha se assiste a fenómeno semelhante: embora existam algumas diferenças de regime, as questões que fundamentalmente se colocam neste domínio são idênticas, fruto de sucessivas alterações legislativas e, aí, também da abundante jurisprudência dos tribunais superiores. Uma vez que o legislador português se terá parcialmente inspirado, nesta e noutras matérias, na *Ley Concursal*, a análise da evolução da responsabilidade concursal dos administradores no ordenamento jurídico espanhol revela-se de grande interesse quando se trata de interpretar criticamente as mais recentes alterações ao CIRE, ou de perspectivar a sua evolução futura.

Neste artigo, proceder-se-á a essa análise para, por fim, tentar encontrar um sentido útil para o regime legal actualmente vigente no ordenamento jurídico português em matéria de responsabilidade dos administradores que causaram ou agravaram a insolvência da sociedade comercial.

Palavras-chave: Responsabilidade concursal, responsabilidade dos administradores, direito espanhol, direito da insolvência.

ABSTRACT: By the Lei n.º 16/2012, of 20 April, the express consecration of directors' liability for causing or deepening the company insolvency was (re)introduced in the Portuguese legal system, with the amendment of Article 189 of the CIRE. However, the new wording of this legal norm is at this point unclear, generating numerous interpretative doubts in an area where security is critical. Also in Spain we are witnessing a similar phenomenon: although there are some differences of regime, the issues that fundamentally arise in this area are identical, as a result of successive legislative changes, and also of the abundant jurisprudence of higher courts. Since the Portuguese legislator has been partly inspired, in this matter, by the *Ley Concursal*, the analysis of the evolution of directors' liability in Spanish law proves to be of great interest when it comes to critically interpret the most recent changes to CIRE, or foresee its future development.

This article will be carrying out this analysis to finally try to find a coherent meaning in the Portuguese legal system for liability of directors who caused or deepened the insolvency of a company.

Keywords: Directors' liabilities in insolvency, Spanish law, insolvency law.

Responsabilidade dos administradores pela insolvência: evolução dos direitos português e espanhol

Nos últimos anos, sobretudo na sequência da crise económica que (ainda) se vive, o número de insolvências de empresas societárias cresceu significativamente; e em boa parte desses casos existe uma actuação dos administradores que, directa ou indirectamente, causa ou agrava a insolvência da sociedade. Se é certo que se trata de um fenómeno ao qual os agentes económicos se vão adaptando (e que parecem ir aceitando), não é menos verdade que ele mina a confiança no mercado, põe em causa a satisfação de credores e ameaça os interesses dos sócios. A tutela destes interesses, sobretudo os dos credores sociais, passa pela consagração legal de mecanismos de responsabilização dos administradores que permita, de modo a um tempo seguro, justo e ágil, o resarcimento dos danos que essa sua actuação tenha causado.

A consagração legal expressa da responsabilidade dos administradores pela causação ou agravamento da insolvência da sociedade é, em nosso entender, claramente necessária¹. Por um lado, pode desempenhar uma importante função preventiva: a existência dessa previsão estimula os administradores a actuarem com maior cuidado e diligência, numa fase da vida da empresa societária em que se requer que o façam (o que se traduz na necessidade de orientarem a sua actuação no sentido de acautelarem a satisfação do interesse da sociedade e dos seus credores)². Por outro lado,

* Professora da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa (Porto)

¹ E essa é uma solução que defendíamos muito antes da sua consagração legal. Sobre o tema, cfr. já o nosso *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a "Desconsideração da Personalidade Jurídica"*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 487 ss.. Com entendimento diferente, por entender que essa responsabilização já decorre plenamente da aplicação das regras do direito societário e do direito penal, cfr. RUI PINTO DUARTE, "Reflexões de política legislativa sobre a recuperação de empresas", in *II Congresso de Direito da Insolvência*, coord. CATARINA SERRA, 347-360, pág. 350.

² Para mais desenvolvimentos nesta matéria, cfr. os nossos "A responsabilidade de gerentes e administradores pela actuação na proximidade da insolvência de sociedade comercial", in *O Direito*, 142.º, 2010, I, 81-128, e "A responsabilidade dos administradores na crise da empresa", in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, 391-413. Numa perspectiva evolutiva, cfr. MICHAEL SCHILLIG, "The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance – Convergence of German and US law?", in *European Company and Financial Law Review*, 2010, 116-157, pp. 118 ss..

se eles violarem estes deveres e causarem ou agravarem a insolvência da empresa, os credores sociais poderão ser, por este meio, pelo menos parcialmente resarcidos dos danos assim causados.

Em Portugal, a evolução legislativa na matéria tem sido caracterizada por movimentos de avanço e de recuo³ – na actualidade (desde 2012), o regime concursal vigente prevê expressamente a responsabilidade dos administradores na insolvência da sociedade, mas em termos pouco claros, levantando-se demasiadas dúvidas interpretativas numa matéria em que a segurança é fundamental. Pois bem: se a existência de sucessivas intervenções legislativas gera alguma instabilidade, o facto de o resultado dessas intervenções não ser claro agrava ainda mais a insegurança, com prejuízo, normalmente, para a satisfação dos credores e para a confiança dos agentes económicos.

Acresce a isto que ainda subsiste a necessidade de compatibilizar e articular este regime com o da responsabilidade dos administradores no âmbito do direito societário (tarefa que é dificultada pela própria incerteza em torno da verdadeira natureza da responsabilidade consagrada no CIRE, uma vez que não existe consenso acerca de saber se se trata de responsabilidade societária ou concursal⁴, civil ou patrimonial).

Também em Espanha se assiste a fenómeno semelhante. Embora existam algumas diferenças de regime, as questões que fundamentalmente se colocam neste domínio são idênticas, fruto de sucessivas alterações legislativas e, aí, também da abundante jurisprudência dos tribunais superiores. Uma vez que o legislador português se terá parcialmente inspirado, nesta e noutras matérias, na *Ley Concursal*, a análise da evolução da responsabilidade concursal dos administradores no ordenamento jurídico espanhol revela-se de grande interesse quando se trata de interpretar criticamente as mais recentes alterações ao CIRE, ou de perspectivar a sua evolução futura.

Assim, depois de uma breve descrição dos principais aspectos que, em termos de tutela de credores, foram objecto da Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril, proceder-se-á a essa análise para, por fim, tentar encontrar um sentido útil para o regime legal actualmente vigente no ordenamento jurídico português em matéria de responsabilidade dos administradores que causaram ou agravaram a insolvência da sociedade comercial.

³ Cfr. o nosso *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a "Desconsideração da Personalidade Jurídica"*, cit., pp. 487 ss..

⁴ Sobre o tema, desenvolvidamente, cfr. o nosso *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a "Desconsideração da Personalidade Jurídica"*, cit., pp. 221 ss., nota 219.

I. A tutela dos credores sociais e a Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril

A Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril, introduziu significativas alterações ao Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), sobretudo no sentido de promover a recuperação da empresa em crise (afastando-se, neste plano, da influência da *Insolvenzordnung* alemã⁵), mas também – pelo menos, aparentemente – no de assegurar, simultaneamente, uma melhor tutela dos interesses dos credores sociais.

Desde logo, o artigo 1.º passou a reflectir o modo como se pretendem conciliar estes dois objectivos: prescreve-se agora que a finalidade do processo de insolvência é a satisfação dos interesses dos credores sociais pela forma prevista num plano de insolvência, mas que essa satisfação se baseará, preferentemente, “na recuperação da empresa compreendida na massa insolvente” (através do “plano de recuperação”, tal como passou a ser designado no artigo 192.º, n.º 3); e apenas “quando tal não se afigure possível”, na liquidação do património do devedor, para a consequente repartição do produto obtido pelos credores (porém, tem sido afirmado que resulta da análise de todas as modificações introduzidas ao CIRE que esta – nova – disposição do artigo 1.º tem um carácter apenas declarativo⁶ no que respeita à preferência pela recuperação da empresa, uma vez que não vem acompanhada de medidas que, concretamente, promovam a sua execução⁷).

Já quanto à tutela dos credores da empresa insolvente, a realidade é diferente: neste âmbito, algumas modificações legislativas visaram, claramente (bem ou mal, como se verá), suprir algumas insuficiências.

a) A redução do prazo de apresentação à insolvência

A primeira dessas medidas é a redução do prazo para o devedor requerer a declaração da sua insolvência – passou de 60 para 30 dias, contados a partir da data em que aquele conhece ou deve conhecer a situação de insolvência (e este conhecimento presume-se, de forma inilidível, quando o devedor seja titular de uma empresa, decorridos pelo menos três meses

⁵ Contudo, também neste ordenamento se tenta acompanhar esta evolução. Cfr. KARSTEN SCHMIDT, “La reforma concursal alemana de 2011”, in *Revista de Derecho Concursal e Paraconcursal*, n.º 15, 2011, 509-510, pp. 509 ss..

⁶ Cfr. MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, “Modificaciones recientes en el derecho concursal portugués”, in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*, 2013, n.º 18, 437-443, pág. 438.

⁷ Pelo que as alterações introduzidas já foram consideradas “bastante decepcionantes”. Cfr. CATARINA SERRA, “Enmiendas a la ley concursal portuguesa: mucho ruído y pocas nubes”, in *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 28, janeiro-abril 2013, 293-303, pág. 294.

sobre o incumprimento generalizado das suas obrigações tributárias, à segurança social, ou de retribuição laboral, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo)⁸. A bondade desta alteração é questionável⁹, desde logo porque não é evidente que seja vantajoso para os credores sociais que a sociedade se apresente à insolvência dentro de um tão curto espaço de tempo após a verificação da situação de insolvência: especialmente nos casos em que seja, à partida, possível a recuperação da empresa societária, uma apresentação precipitada da mesma à insolvência pode comprometer a viabilidade de tal solução, uma vez que contribui, claramente, para a sua desvalorização no mercado. Mas a redução do prazo para a apresentação do devedor à insolvência tem merecido outras críticas, como a da dificuldade de as empresas portuguesas, maioritariamente pequenas e médias empresas que não mantêm contabilidade organizada, poderem determinar com exactidão o momento em que estão insolventes¹⁰, bem como a da insuficiência de tal prazo para que o devedor possa preparar um acordo com os seus credores, de modo a evitar a liquidação¹¹.

A verdade é que a consagração expressa de um dever de apresentação à insolvência está presente na generalidade dos ordenamentos jurídicos dos Estados-membros da CE (com excepção, nomeadamente, da Grã-Bretanha – porém, aí, apesar de não existir consagração expressa, ela deriva das normas que estabelecem os deveres dos *directors* na fase que precede a insolvência da sociedade¹²) e é o ponto de partida para a responsabili-

⁸ Note-se que esta alteração vem acompanhada da redução do prazo máximo, a fixar pelo juiz, para a realização da assembleia de credores que, apreciando o relatório do administrador da insolvência, delibera sobre o encerramento ou manutenção em actividade do(s) estabelecimento(s) compreendido(s) na massa insolvente – que passa de 75 para 60 dias, como resulta do disposto no artigo 36.º, n.º 1, alínea n).

⁹ Contudo, com entendimento diferente, para que se possam acautelar precocemente os interesses dos credores, cfr. RUI PINTO DUARTE, “Defesa da proibição de arresto contra empresas”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Lebre de Freitas*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2013, 1197-1215, pág. 1213.

¹⁰ Embora, em nosso entender, a mesma dificuldade exista se o prazo for de sessenta dias, uma vez que a diferença de trinta dias não será, nesta situação, significativa.

¹¹ Cfr. CATARINA SERRA, “Enmiendas a la ley concursal portuguesa: mucho ruido y pocas nueces”, cit., pág. 295.

¹² Todavia, apesar de a responsabilidade que deriva de *wrongful trading* aparentar eficiência, a realidade tem demonstrado que ela apresenta numerosas desvantagens, sobretudo quando comparada com a *Insolvenzverschleppungshaftung* – e essas desvantagens são diversas, tais como a insegurança e indeterminação na fixação do momento a partir do qual surgem os deveres de preservação do património social (*o moment of truth*), a impossibilidade de distinção entre credores que já o eram no momento em que a sociedade ficou insolvente e aqueles que só a partir daí concederam crédito (para a análise da necessidade de uma protecção específica dos “credores novos”, quando contratam com uma sociedade

zação dos membros do órgão de administração de sociedade comercial pelos prejuízos que a sua actuação possa ter causado aos credores sociais. As maiores diferenças entre os diversos regimes residem na determinação do momento em que existe esse dever, bem como nas circunstâncias determinantes para o seu surgimento (nomeadamente, se ele apenas nasce quando a sociedade se encontra incapaz de solver as suas obrigações vencidas ou, também, em caso de sobre-endividamento)¹³.

Quanto a este último aspecto, no ordenamento jurídico espanhol a obrigação de apresentação à insolvência existe apenas no caso de incapacidade de cumprimento das obrigações vencidas, não existindo quando a empresa se encontre sobre-endividada; mas o prazo para o cumprimento dessa obrigação é de dois meses, a partir do momento em que a empresa se encontra nessa situação, ou em que o obrigado à apresentação deva conhecê-la (cfr. o artigo 5.1 da *Ley Concursal*). Neste âmbito, merece ainda referência o regime que se encontra consagrado no § 19.2 da *Insolvenzordnung*, norma pela qual se estabelece que as empresas que se encontram insolventes devido a sobre-endividamento não estão obrigadas a apresentar-se à insolvência, contanto que, consideradas todas as circunstâncias atendíveis, seja mais provável a continuação da empresa do que

aparentemente solvente, cfr. MICHAEL STRÖBER, "Die Insolvenzverschleppungshaftung in Europa", in *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht*, 176, 2012, 326-363, pp. 358 ss.), bem como a inexistência de uma efectiva função preventiva (uma vez que os membros do órgão de administração não são estimulados para o recurso atempado a medidas de recuperação da empresa, a fim de evitarem a responsabilidade); acresce ao que fica exposto que, na *praxis*, a responsabilidade que deriva de *Insolvenzverschleppung* tem um impacto que a responsabilidade que deriva de *wrongful trading* nunca conseguiu alcançar, sendo raros os casos em que os tribunais britânicos são chamados a decidir neste âmbito (cfr. MICHAEL STRÖBER, "Die Insolvenzverschleppungshaftung in Europa", cit., pp. 354 ss.). A nível da União Europeia, a evolução nos documentos de harmonização em matéria de insolvência é visível: passou-se da clara preferência pela adopção de um modelo único de responsabilidade, o *wrongful trading* (o que resulta da análise do *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, de 2002, e do *Action Plan* da Comissão Europeia, de 2003), para a sensibilização para a adopção de sanções adequadas ao incumprimento da obrigação de apresentação à insolvência, num modelo mais próximo da *Insolvenzverschleppungshaftung* (é o que parece resultar do *Draft Report with Recommendations to the Commission on Insolvency Proceedings in the Context of EU Company Law*, de 2011, depois de no *Insolvency Report to the European Parliament on Harmonisation of Insolvency Law at EU Level*, de 2010, se ter apenas enfatizado a necessidade de harmonização em matéria de responsabilidade concursal).

¹³ Cfr. MICHAEL STRÖBER, "Die Insolvenzverschleppungshaftung in Europa", cit., pp. 353 ss.. Costuma contrapor-se a responsabilidade que deriva da aplicação das regras do ordenamento jurídico inglês àquela que se encontra consagrada no direito alemão – e normalmente em favor do primeiro modelo de responsabilidade.

a sua liquidação¹⁴, embora esta solução (que começou por se apresentar como transitória, para fazer face a uma situação de crise económica, mas acabou por se tornar definitiva¹⁵, como recomendava alguma doutrina¹⁶) seja fortemente criticada¹⁷ e se revele de parca utilidade prática, uma vez que a análise estatística demonstra que a generalidade das empresas insolventes se encontram, além de sobre-endividadas, incapazes de cumprir as suas obrigações vencidas – e, portanto, não fica afastado o dever de apresentação do devedor à insolvência¹⁸; a verdade é que este juízo de prognose acaba por assentar, na prática, num teste de liquidez, ou seja, na avaliação da previsível capacidade para a empresa satisfazer as suas obrigações vencidas – em síntese, existirá sobre-endividamento sempre que esteja iminente a incapacidade de a empresa satisfazer as suas obrigações vencidas¹⁹. Além do mais, a indefinição da fórmula encontrada gera insegurança: na verdade, não se determina a quem compete elaborar o juízo de prognose (e existe sempre o perigo de os membros do órgão de administração terem uma visão “optimista” do futuro da empresa), em que critérios deve assentar, nem qual o horizonte temporal a ter em conta para avaliar a possibilidade de continuidade da empresa²⁰. Finalmente, uma vez que o momento em que se verifica o sobre-endividamento costuma anteceder o da incapacidade de pagamentos, a obrigação de apresentação

¹⁴ Cfr. CATARINA SERRA, “Enmiendas a la ley concursal portuguesa: mucho ruído y pocas nueces”, cit., pág. 295.

¹⁵ Com a entrada em vigor da *Gesetz zur Einführung einer Rechtsbehelfsbelehrung im Zivilprozess und zur Änderung anderer Vorschriften*, a redacção do § 19.2 manter-se-á em vigor por tempo indeterminado – não cessando a sua vigência a 31 de Dezembro de 2013, como estava anteriormente previsto. Cfr. PHILIPP BÖCKER/CHRISTOPH POERTZGEN, “Der insolvenzrechtliche Überschuldungsbegriff ab 2014. Perpetuierung einer Übergangsregelung statt Neuanfang”, in *GmbH-Rundschau*, 2013, 17-22, pp. 17 ss..

¹⁶ Cfr. nomeadamente, GEORG BITTER/CHRISTOPH HOMMERICH/NICOLE REISS, “Die Zukunft des Überschuldungsbegriffs: Expertenbefragung im Auftrag des Bundesministeriums der Justiz”, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2012, 1201-1209, pp. 1201 ss.; KARSTEN SCHMIDT, “Überschuldung und Unternehmensfortführung oder: per aspera ad astra”, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2013, 485-493, pp. 487 ss..

¹⁷ Cfr. PHILIPP BÖCKER/CHRISTOPH POERTZGEN, “Der insolvenzrechtliche Überschuldungsbegriff ab 2014. Perpetuierung einer Übergangsregelung statt Neuanfang”, cit., pp. 18 ss..

¹⁸ Cfr. PHILIPP BÖCKER/CHRISTOPH POERTZGEN, “Der insolvenzrechtliche Überschuldungsbegriff ab 2014. Perpetuierung einer Übergangsregelung statt Neuanfang”, cit., pp. 19 ss..

¹⁹ O mesmo é dizer que, com este conteúdo, *Überschuldung* corresponde a *drohende Zahlungsunfähigkeit*. Cfr. PHILIPP BÖCKER/CHRISTOPH POERTZGEN, “Der insolvenzrechtliche Überschuldungsbegriff ab 2014. Perpetuierung einer Übergangsregelung statt Neuanfang”, cit., pág. 21.

²⁰ Embora se tenha estabelecido que a empresa não deve, previsivelmente, ficar incapaz de cumprir as suas obrigações no exercício em apreço e no seguinte.

da sociedade à insolvência na primeira das referidas situações pode permitir, com maior probabilidade, o saneamento da empresa societária ou uma melhor satisfação dos credores sociais²¹.

Relativamente à fixação do momento determinante para fazer nascer a obrigação de apresentar a sociedade à insolvência, e para obviar aos inconvenientes de uma eventual apresentação intempestiva, precipitada por excessiva cautela dos membros do órgão de administração (sobre os quais impende, concretamente, o dever de o fazer), parecem mais eficientes algumas das soluções consagradas noutros quadrantes, como a existência de uma “dilação” para o cumprimento deste dever ou para o início do processo de insolvência, verificada que seja, em certas circunstâncias, a tentativa de recuperação da empresa²². Tome-se como exemplo o que se passa no ordenamento jurídico espanhol: para que o devedor esteja obrigado a apresentar-se à insolvência, não basta que conheça ou deva conhecer a situação de insolvência em que se encontra, mas é ainda necessário que não tenha entretanto (no decurso do referido prazo para se apresentar à insolvência) iniciado negociações com os respectivos credores com vista à elaboração de um plano de recuperação ou de um plano de insolvência e comunicado formalmente tal facto ao tribunal competente para declarar a sua insolvência, como resulta do disposto no artigo 5 bis da *Ley Concursal*. Decorridos três meses após esta comunicação, o devedor fica obrigado a solicitar a declaração de insolvência dentro de um mês, tenha ou não conseguido um plano de recuperação ou as adesões necessárias para a admissão de uma proposta antecipada de plano de insolvência, a menos que já não se encontre em estado de insolvência²³.

b) O processo especial de revitalização e o sistema extra-judicial de recuperação de empresas

Por outro lado, estabeleceu-se a possibilidade de o devedor em situação económica difícil ou insolvência iminente (e, neste caso, quer ainda não se tenha iniciado um processo de insolvência, quer este já se tenha iniciado sem que a insolvência tenha ainda sido declarada, caso em que se

²¹ MICHAEL STRÖBER, “Die Insolvenzverschleppungshaftung in Europa”, cit., pp. 356 ss..

²² Exemplos destas soluções são, nomeadamente, aqueles que resultam do artigo 5 bis da *Ley Concursal*, ou do § 270 b da *Insolvenzordnung*.

²³ Para a análise deste mecanismo, cfr. JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUICES GONZÁLEZ/JAVIER LÓPEZ SÁNCHEZ, *La Reforma de la Ley Concursal (una Primera Lectura del Real Decreto-ley 3/2009)*, Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 49 ss.. – mas antes das alterações sofridas com a *Ley 38/2011, de 10 de octubre*, que estendeu o seu âmbito de aplicação às diligências efectuadas pelo devedor insolvente para conseguir, na referida fase, um plano de recuperação, solução que, de resto, os AA defendem neste seu estudo.

suspende o respectivo processo)²⁴, mas passível de recuperação, recorrer a um processo especial de revitalização (PER)²⁵ – que tem carácter urgente –, pelo qual lhe é permitido estabelecer negociações com os respectivos credores, a fim de concluir com estes um acordo conducente à sua revitalização. Se o acordo não for possível, o processo especial é encerrado, extinguindo-se todos os seus efeitos, a menos que o devedor já se encontre em situação de insolvência, caso em que o encerramento do processo de revitalização importará a insolvência do devedor. Este plano está sujeito a homologação judicial – e vai vincular todos os credores, tanto aqueles que o aprovaram, como aqueles que votaram contra a sua aprovação ou até nem chegaram a participar nas negociações (nos termos dos n.ºs 5 e 6 do artigo 17.º-F do CIRE)²⁶.

Para estimular a participação dos credores na negociação de um PER, apesar de o seu desfecho poder ser a abertura do processo de insolvência, estão consagrados alguns mecanismos de protecção daqueles. Deste modo, o artigo 17.º-H estabelece que as garantias convencionadas entre o devedor e os seus credores durante o processo especial de revitalização, desde que o tenham sido com o objectivo de proporcionar àquele os meios de que necessita para desenvolver a sua actividade, se mantêm – mesmo no caso de vir a ser declarada a insolvência do devedor, no prazo de dois anos depois de findo o processo; acresce que todos os credores que tenham financiado a actividade do devedor no decurso do processo gozam de privilégio creditório mobiliário geral (graduado antes daquele que é concedido aos trabalhadores)²⁷. Ainda se dispõe, no n.º 6 do artigo 120.º do CIRE, que os negócios jurídicos celebrados durante o processo especial de revitalização não poderão ser objecto de resolução em benefício da massa insolvente.

²⁴ O legislador português não define, todavia, a situação de insolvência iminente; veio definir, agora, no artigo 17.º-B a situação económica difícil como a dificuldade séria de o devedor cumprir pontualmente as suas obrigações, em particular por ter falta de liquidez ou por não conseguir obter crédito.

²⁵ Com a introdução dos artigos 17.º-A a 17.º-I.

²⁶ Cfr. MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, "Il risanamento pre-insolvenziale del debitore nel diritto portoghese: la (nuova) procedura speciale di rivitalizzazione (P.E.R.)", in *Il Diritto Fallimentare e Delle Società Commerciali*, n.º 5, Parte I, 2013, 714-733, pp. 717 ss..

²⁷ A real eficiência destas medidas tem sido amplamente criticada pela doutrina portuguesa, que questiona, ainda, o real alcance das mesmas. Cfr. CATARINA SERRA, "Enmiendas a la ley concursal portuguesa: mucho ruído y pocas nueces", cit., pp. 300 ss.; LUIÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas. Anotado*, 6.ª ed., Almedina, Coimbra, 2012, pp. 64 ss..

Paralelamente, criou-se um sistema extra-judicial de recuperação de empresas que se encontrem em situação económica difícil, ou em situação de insolvência iminente ou actual (nestes casos, desde que não esteja pendente processo especial de revitalização²⁸, ou se já tiver sido concluído um, sem aprovação do plano de recuperação, nos dois anos anteriores; nem tenha sido ainda declarada a insolvência do devedor, ou este se tenha apresentado à insolvência), o SIREVE, que consiste num processo de revitalização junto do IAPMEI regulado pelo Decreto-Lei n.º 178/2012.

Neste ponto, o legislador português tende a acompanhar a evolução que se faz sentir por toda a Europa²⁹, estimulando o recurso a mecanismos que possam levar à recuperação da empresa na fase pré-concursal³⁰⁻³¹.

c) As consequências da qualificação da insolvência como culposa: a responsabilidade das pessoas afectadas pela qualificação

Outra alteração significativa no âmbito da tutela dos interesses dos credores sociais é a que respeita às consequências da qualificação da insolvência como culposa³², para as pessoas afectadas por essa qualifica-

²⁸ Embora, por seu turno, a pendência de um SIREVE não impeça o recurso a um processo especial de revitalização, determinando simplesmente a extinção daquele, nos termos do disposto no artigo 19.º, n.os 6 e 7, do Decreto-Lei n.º 178/2012. Este facto, entre outros, demonstra a preferência do legislador pelo plano especial de revitalização, nas palavras de MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, "Modificaciones recientes en el derecho concursal portugués", cit., pp. 441 ss..

²⁹ De resto, a tendência para privilegiar a recuperação da empresa na fase pré-concursal já se fazia sentir antes do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas. Cfr. RUI PINTO DUARTE, "Defesa da proibição de arresto contra empresas", cit., pp. 1211 ss..

³⁰ Neste ponto, é significativo o conteúdo da Recomendação da Comissão Europeia C(2014) 1500 final, de 12.3.2014, sobre uma nova abordagem em matéria de falência e de insolvência das empresas, disponível in http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_pt.pdf. Cfr. a análise de MIHAELA CARPUS-CARCEA, "La recomendación de la Comisión Europea sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 22, 2015, 299-301, pp. 299 ss..

³¹ Sobre esta evolução, cfr., nomeadamente, MARTA ZABAleta DÍAZ, "El derecho concursal de la crisis: tendencias de reforma de las normativas concursales", in *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 30, 2013, 192-232, pp. 200 ss.; ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, "Acuerdos de reestructuración: nueva financiación preconcursal y 'fresh money' en derecho italiano", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 15, 2011, 503-510, pp. 503 ss.; JO WINDSOR, "Una visión panorámica de los *schemes of arrangement* ingleses", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 15, 2011, 553-563, pp. 553 ss.; JENNIFER PAYNE, "Schemes of arrangement y reestructuración de deuda en el Derecho inglés", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 22, 2015, 315-328, pp. 316 ss..

³² Note-se que o incidente de qualificação da insolvência deixou de ter carácter obrigatório, devendo ser aberto apenas quando existam indícios suficientes de que a insolvência seja culposa, nos termos do disposto nos artigos 36.º, n.º 1, alínea i) e 188.º, n.º 1. O

ção³³: estabelece agora a lei, no artigo 189.º, n.º 2, alíneas a) e e), que devem ser condenadas a indemnizar os credores sociais no montante dos créditos não satisfeitos, até ao alcance dos respectivos patrimónios (e essa responsabilidade é solidária entre todos os afectados, que podem passar a ser, também, os técnicos oficiais de contas, os revisores oficiais de contas – e outras pessoas, uma vez que se deve retirar do emprego do vocábulo *nomeadamente* que a enumeração da alínea a) do n.º 2 deste artigo é exemplificativa). Esta previsão é particularmente relevante, dada a prévia ausência de qualquer tipo de responsabilização, no âmbito da insolvência culposa, no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (ao contrário do que acontecia no revogado Código do Processo Especial de Recuperação da Empresa e de Falência)³⁴.

E a par desta (desejável) alteração, o legislador veio introduzir no artigo 189.º um n.º 4, com o seguinte teor: “[a]lo aplicar o disposto na alínea e) do n.º 2, o juiz deve fixar o valor das indemnizações devidas ou, caso tal não seja possível em virtude de o tribunal não dispor dos elementos necessários para calcular o montante dos prejuízos sofridos, os critérios a utilizar para a sua quantificação, a efectuar em liquidação de sentença”. Ora, a interpretação do disposto neste número, sobretudo quando se procura articular o seu sentido com o que resulta da alínea e) do n.º 2 do mesmo artigo, não se revela tarefa fácil.

regime consagrado inspira-se directamente nas soluções encontradas nos artigos 168 a 170 da *Ley Concursal* espanhola. Sobre a tramitação do incidente de qualificação da insolvência, cfr. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 359 ss..

³³ Na verdade, além daquela cujo regime se vai analisar em seguida, várias foram as alterações relativas às consequências da qualificação da insolvência como culposa para as pessoas afectadas. Desde logo, tal facto não determina a sua “inabilitação” por período de dois a dez anos, ou seja, a sua incapacidade para administrar os seus próprios bens – e a norma agora alterada, com este conteúdo na sua redacção original, foi mesmo declarada inconstitucional pela sentença do Tribunal Constitucional 173/2009, de 2 de Abril; agora, as pessoas afectadas ficam impossibilitadas de administrar bens alheios – como, de resto, sempre resultou da norma da *Ley Concursal* que constituiu fonte desta norma do CIRE. Mantém-se o teor de duas outras consequências: a inibição para o exercício do comércio, bem como para a ocupação de qualquer cargo de titular de órgão de sociedade comercial ou civil, por período de dois a dez anos; e também subsiste a perda de quaisquer créditos sobre a insolvência ou sobre a massa insolvente e a sua condenação na restituição dos bens ou direitos já recebidos em pagamento desses créditos.

³⁴ Embora a responsabilização dos administradores pudesse ser conseguida por outras vias, nomeadamente através do recurso ao direito societário e ao direito penal. Sobre o tema, cfr. os nossos “A responsabilidade dos administradores na crise da empresa”, cit., pp. 394 ss., e *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, cit., pp. 190, nota 173, 368, nota 21, 478, nota 177, e 503 ss..

II. A responsabilidade concursal – interpretação do n.º 2, alínea e), e do n.º 4 do artigo 189.º: algumas questões

a) a determinação do montante da indemnização

As dificuldades existem, desde logo, e antes de uma análise mais detalhada, porque resulta claramente do disposto nesta última norma que as pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa respondem, perante os credores sociais, *pelo montante dos seus créditos que a massa insolvente não consegue satisfazer* (sendo certo que o pagamento dos créditos sobre a insolvência apenas contempla os que estiverem já verificados por sentença transitada em julgado, nos termos do disposto no artigo 173.º, depois de deduzidos da massa insolvente os bens ou direitos necessários para a satisfação das dívidas desta, como determina o n.º 1 do artigo 172.º), enquanto o n.º 4 se refere à eventual necessidade de “calcular o montante dos prejuízos sofridos” e a “critérios a utilizar para a sua quantificação”.

Ora, a compatibilização entre o teor destas duas normas parece impossível: se as pessoas em causa respondem pelo montante dos créditos que a massa insolvente não consiga satisfazer, estando esses créditos verificados em sentença, não se comprehende que o legislador estabeleça, para a condenação das pessoas afectadas a indemnizarem os credores sociais, a necessidade de calcular o montante dos prejuízos que estes sofreram, e muito menos os critérios a utilizar para a sua quantificação. Nestes casos, o montante dos créditos que a massa insolvente não consiga satisfazer é calculado exactamente nos termos da formulação legal: as pessoas afectadas devem satisfazer os credores de modo a que eles recebam as quantias necessárias para cobrir a diferença entre aquilo que receberam (tenha ou não existido um plano de insolvência – e, no primeiro caso, apenas se houve incumprimento e tendo, ainda, em conta as normas aplicáveis) e a totalidade do seu crédito sobre o devedor. Por esta razão, a referência do n.º 4 do artigo 189.º à necessidade de o juiz fixar “os critérios a utilizar para a [...] quantificação” dos “prejuízos sofridos” pelos credores, a fim de poder “fixar o valor das indemnizações sofridas”, continua a revelar-se de difícil interpretação.

Ainda relacionadas com a determinação do montante da indemnização carecem de resposta várias outras questões, como a de saber o que significa que os condenados a indemnizar responderão “até às forças dos respectivos patrimónios”, e a de apurar se estarão em causa os créditos sobre a insolvência e os créditos sobre a massa, ou apenas os primeiros.

b) o âmbito subjectivo da responsabilidade concursal

Atente-se, ainda, no facto de permanecer inalterado o teor do artigo 186.º, n.º 1, que determina que a insolvência é considerada culposa quando “a situação tiver sido criada ou agravada em consequência da actuação, dolosa ou com culpa grave, do devedor, ou dos seus administradores, de direito ou de facto, nos três anos anteriores ao início do processo de insolvência”. Logo, apenas a actuação destes determina a qualificação da insolvência como culposa – e a actuação dos técnicos oficiais de contas ou dos revisores oficiais de contas (ou outros, uma vez que a lei utiliza o vocábulo “nomeadamente”) não releva para que a insolvência seja considerada culposa, mas a verdade é que eles estão sujeitos aos efeitos da qualificação da insolvência como culposa. Este ponto carece de análise, sobretudo na determinação das circunstâncias que podem levar a que estas pessoas possam ser declaradas afectadas pela qualificação da insolvência.

Cabe ainda determinar se devem ser condenadas a indemnizar, necessariamente, todas as pessoas afectadas pela qualificação, ou se o juiz poderá decidir noutra sentido, entendendo a decisão de condenação apenas àqueelas pessoas às quais pode ser imputada a prática de actos que causaram danos aos credores sociais.

c) o(s) destinatário(s) da indemnização

Outro ponto carecido de explicitação é o da determinação do destinatário directo da indemnização, ou seja, se a mesma se destina a integrar a massa insolvente, ou os credores cujos créditos esta não consegue satisfazer. No primeiro caso, a satisfação dos credores será indireta: reintegrada a massa insolvente, caberia a cada credor receber desta o montante dos seus créditos não satisfeitos.

d) a articulação da responsabilidade concursal com a responsabilidade societária

Finalmente, cabe articular esta responsabilidade com aquela que resulta dos artigos 72.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais. O mesmo é saber se, existindo responsabilidade concursal, ainda existe a possibilidade de recurso à ação social de responsabilidade e à ação directa dos credores sociais; e, em caso afirmativo, qual o papel que estas ações podem desempenhar na tutela dos credores da sociedade insolvente.

e) a natureza e a função da responsabilidade concursal

Como já se retira do que fica exposto, a questão da interpretação do artigo 189.º do CIRE, bem como a resposta a algumas das questões colo-

cadas, está intimamente relacionada com a da determinação da própria natureza e função da responsabilidade concursal, com os contornos que lhe estão fixados no Direito português. Para esclarecer este aspecto e aqueles com ela conexos, releva particularmente (dada a evidente influência exercida sobre o legislador português) a análise do tratamento que o problema mereceu no âmbito do ordenamento jurídico espanhol e da sua recente evolução.

III. A evolução da responsabilidade concursal no ordenamento jurídico espanhol

A responsabilidade concursal é, em Espanha, objecto de frequente aplicação pelos tribunais e de ampla discussão doutrinal. Paralelamente, tem existido uma constante evolução legislativa neste domínio, através de sucessivas alterações ao regime da *Ley Concursal*, de entre as quais se destacam aquelas que foram introduzidas pela *Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal*, pelo *Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial*, e pela *Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal*.

O regime de responsabilidade concursal estava, antes das alterações introduzidas à *Ley Concursal* pela *Ley 38/2011*, consagrado no artigo 172.3, tendo sido especificamente consagrado, pela primeira vez, na *Ley Concursal* de 2003; todavia, já antes dessa data existiam, no ordenamento jurídico espanhol, antecedentes de responsabilização de gerentes e administradores pelas dívidas da sociedade, desde que, verificados determinados pressupostos (de entre os quais se destaca o da verificação de perdas qualificadas), aqueles não tivessem cumprido a obrigação de provocar a dissolução da sociedade³⁵.

Apesar de a articulação da responsabilidade concursal com a responsabilidade societária³⁶ apresentar, no ordenamento jurídico espanhol, algumas dificuldades³⁷, as questões mais significativas prendem-se com a

³⁵ Para a análise deste regime, cfr. o nosso *A Tutela dos Credores da Sociedades por Quotas e a "Desconsideração da Personalidade Jurídica"*, cit., pp. 226 ss. (nota 221).

³⁶ A responsabilidade dos administradores está regulada nos artigos 236 e seguintes da *Ley de Sociedades de Capital* (LSC).

³⁷ Cfr. a análise de JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, "Coordinación de acciones societarias (social, individual y por deudas) y concursales de responsabilidad", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 22, 2015, 43-50, pp. 45 ss..

coordenação entre o regime que, neste âmbito, estabelece a *Ley Concursal* e a chamada “responsabilidade por dívidas”, consagrada no artigo 367 da LSC³⁸⁻³⁹. Neste domínio, teve especial impacto o facto de a *Ley 38/2011* ter vindo introduzir uma alteração significativa ao regime vigente: nos termos da nova redacção do artigo 50.2 da *Ley Concursal*, esta chamada acção de responsabilidade por dívidas não pode ser intentada depois de declarada a insolvência da sociedade e enquanto o processo de insolvência não esteja concluído⁴⁰.

³⁸ Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “Coordinación de acciones societarias (social, individual y por deudas) y concursales de responsabilidad”, cit., pp. 48 ss..

³⁹ Todavia, os problemas de articulação entre acções de responsabilidade não se limitam à compatibilização entre os mecanismos previstos na *Ley de Sociedades de Capital* e na *Ley Concursal*. Mesmo no âmbito desta última, ainda cabe coordenar a acção de responsabilidade concursal com a acção prevista no parágrafo 3.º do n.º 2 do artigo 172. Nos termos desta norma da *Ley Concursal*, na sentença que qualifique a insolvência como culposa, o juiz deverá determinar a perda de qualquer direito que as pessoas afectadas pela qualificação ou declaradas cúmplices tenham como credores concursais ou da massa, e a sua condenação a devolver os bens ou direitos que tenham obtido indevidamente do património do devedor ou tenham recebido da massa activa, *bem como a indemnizar os danos e prejuízos causados*. Esta norma (sobre a mesma, cfr. MARÍA DE LOS ANGELES MARTÍN REYES, “La concurrencia de acciones en orden a la exigencia de responsabilidad a los administradores sociales”, in *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 26, 2012, 177-204) mereceu distintas interpretações. Por um lado, defendeu-se que ela se refere a todos os danos relativamente aos quais exista uma relação de causalidade com a actuação dolosa ou com culpa grave das pessoas afectadas ou daqueles considerados cúmplices, determinante para a qualificação da insolvência como culposa (neste sentido, cfr. JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUICES GONZÁLEZ, “De la retroacción de la quiebra a la rescisión de los actos perjudiciales para la masa activa”, in *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 2, 2004, 43-80, pp. 77 ss.). Mas parte da doutrina limitava o alcance desta condenação aos danos e prejuízos causados por alguma das condutas previstas na norma, ou seja, pela obtenção indevida de bens ou direitos do devedor, ou recebidos da massa. Apesar de a última interpretação parecer mais razoável, o *Tribunal Supremo* veio esclarecer, em acórdão de 16 de Julho de 2012, que esta norma consagra uma responsabilidade por factos ilícitos, não distinguindo entre danos directos e indirectos e abrangendo a tutela dos interesses da sociedade, dos sócios, dos credores e de terceiros, concluindo que normalmente estes danos e prejuízos se identificam com os que derivam da causação ou agravamento da insolvência – acrescenta-se, até, que a “indemnización pelo dano derivado da causação ou agravamento da insolvência por dolo ou culpa grave” é “imperativamente exigível nos termos do artigo 172.2.3º”.

⁴⁰ Sobre o sentido e o impacto desta alteração legislativa, cfr. JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUICES GONZÁLEZ, “Declaración de concurso y acciones societarias de responsabilidad frente a los administradores de la sociedad concursada”, in *Anuario de Derecho Concursal*, 28, 2013, 31-68, pp. 56 ss..

1. A “responsabilidade por dívidas” consagrada no artigo 367 da *Ley de Sociedades de Capital*

A responsabilidade por dívidas está consagrada no artigo 367 da LSC⁴¹⁻⁴², que sob a epígrafe *Responsabilidad solidaria de los administradores* determina que responderão solidariamente perante os credores sociais⁴³ pelas obrigações da sociedade posteriores à ocorrência da causa legal de dissolução os administradores que não cumpram a obrigação de convocar, no prazo de dois meses, a assembleia geral, para que se delibere, se for o caso, a dissolução da sociedade, bem como os administradores que não requeiram a dissolução judicial ou apresentem a sociedade à insolvência, conforme a situação concreta, no prazo de dois meses a contar da data prevista para a realização da assembleia geral, quando esta não se tenha constituído, ou desde o dia em ela se tenha realizado, quando não tenha sido deliberada a dissolução⁴⁴; presume-se que as obrigações sociais

⁴¹ Para uma análise exaustiva da acção de responsabilidade por dívidas e da evolução legislativa que esteve na sua origem, cfr. DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA/MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA, *Responsabilidades de los Administradores de las Sociedades de Capital en Crisi*s (En las Leyes de Sociedades de Capital, Concursal, General Tributaria y de Responsabilidad Medioambiental), Thomson Reuters Aranzadi, Navarra, 2012, pp. 51 ss..

⁴² O teor desta norma corresponde ao do artigo 262.5 da revogada *Ley de Sociedades Anónimas* (LSA). Por seu turno, esta inspirou-se no então vigente (antes da reforma operada em 2003) artigo 2449 *comma 1º*, do *codice civile* italiano. Sobre este ponto e a evolução do direito italiano nesta matéria, cfr. o nosso *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica*, cit., pp. 226 ss., nota 221. Tudo o que fica exposto quanto aos antecedentes do artigo 367 da LSC vale também para a sociedade por quotas (*sociedad limitada*), uma vez que o texto do artigo 105.5 da *Ley 2/1995, de 23 de marzo, Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* (LSRL) era igual ao do artigo 262.5 da LSA (quer antes, quer depois das alterações introduzidas ao regime em análise pela *Ley 19/2005, de 14 de noviembre*).

⁴³ Cfr. AURELIO DESDENTADO BONETE/ELENA DESDENTADO DAROCA, *Administradores Sociales, Altos Directivos y Socios Trabajadores. Calificación y Concurrencia de Relaciones Profesionales, Responsabilidad Laboral y Encuadramiento en la Seguridad Social*, Lex Nova, Valladolid, 2000, pp. 190 e ss.; FRANCISCO VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 19.^a ed., Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 428 e ss.; FERNANDO SEQUEROS SAZATORNIL, *Delitos Societarios y Conductas Afines. La Responsabilidad Penal y Civil de la Sociedad, sus Socios y Administradores*, La Ley, Madrid, 2003, pág. 609.

⁴⁴ Actualmente, é entendimento pacífico que esta responsabilidade está sujeita a um prazo de prescrição de quatro anos, contados a partir da data em que o administrador em causa deixa de exercer o cargo, por aplicação do artigo 949 do *Código de Comercio*. Cfr. DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA/MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA, *Responsabilidades de los Administradores de las Sociedades de Capital en Crisi*s..., cit., pp. 117 ss.. Questão mais controvértida é a de saber se por esta norma podem também responsabilizar-se os administradores de facto, a exemplo do que acontece à luz do disposto no artigo 236 da LSC. Contra essa res-

são posteriores à ocorrência da causa legal de dissolução da sociedade, a menos que os administradores demonstrem que são anteriores.

No que neste âmbito interessa, o artigo 363.1.a da LSC obriga à dissolução da sociedade⁴⁵ sempre que se registem perdas que reduzam o seu património líquido a um montante inferior a metade capital social (a menos que este seja aumentado ou reduzido em valor suficiente), e quando não seja procedente apresentar a sociedade à insolvência.

A estatuição extremamente rigorosa⁴⁶ do artigo 367 da LSC tem sido interpretada de modo inflexível pela jurisprudência do *Tribunal Supremo* espanhol: dada a sua quase incontestada função *sancionatória*⁴⁷, o tribunal tem entendido que o administrador deve pagar a totalidade do crédito a cada credor social, sem poder sequer defender-se opondo-lhe a solvência da sociedade ou a prévia exccussão dos bens sociais, e sem poder mesmo exercer em relação a esta um direito de regresso.

A norma tem merecido críticas ferozes (quer enquanto integrava a LSA, quer agora no âmbito da LSC)⁴⁸. Porém, as únicas alterações significativas que sofreu foram as que, ainda na vigência da LSA, lhe introduziu a *Ley 19/2005, de 14 de noviembre*.

ponsabilização argumenta-se que o artigo 367 não a prevê expressamente, ao contrário do que acontece com o artigo 236; e que o administrador de facto não tem legitimidade para convocar a assembleia geral. Mas os partidários da responsabilização do administrador de facto por violação do artigo 367 atribuem a esta norma o sentido de pretender impedir que a sociedade devedora contraia novas dívidas quando existe causa legal de dissolução obrigatória, pelo que o administrador de facto será responsável por dar continuidade, de forma negligente, à actividade de uma sociedade que deveria ser imperativamente dissolvida; ou, em alternativa, afirmam a existência do dever de o administrador de facto convocar, directa ou indirectamente, a assembleia geral na situação prevista no artigo 367, por retirarem do artigo 236, mais do que um regime de responsabilidade, "um regime de actuação" do administrador de facto. Sobre o tema, cfr. DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA/ MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA, *Responsabilidades de los Administradores de las Sociedades de Capital en Crisis...*, cit., pp. 190 ss..

⁴⁵ Tal como já o artigo 260 da LSA. Neste caso, dispunha o artigo 262.5 da LSA em termos idênticos aos do actual artigo 367 da LSC. Sobre este regime, cfr. ADOLFO SEQUERA MARTÍN/ FERNANDO SACRISTÁN BERGIA/ALFREDO MUÑOZ GARCÍA, "La relación entre el concurso y la situación de pérdidas patrimoniales graves como causa disolutoria en la sociedad anónima", in *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Tomo III, Marcial Pons, Madrid/Barcelona/Buenos Aires, 2007, 2185-2219, pp. 2186 e ss..

⁴⁶ Nas palavras de FERNANDO SÁNCHEZ CALERO/JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Volume I, 29.^a ed., Thomson/Aranzadi, Navarra, 2006, pág. 718.

⁴⁷ Cfr. a análise de ÁLVARO ESPINÓS BORRÁS DE QUADRAS, *La Responsabilidad Civil en las Sociedades Mercantiles*, Bosch, Barcelona, 2005, pág. 163.

⁴⁸ Cfr. FRANCISCO VICENT CHULIÁ, últ. ob. cit., pp. 428 e ss..

No sentido desejado pela doutrina, passou a restringir-se expressamente a responsabilidade dos administradores às obrigações da sociedade “postiores à existência da causa legal de dissolução”, o que não estava expresso no texto da redacção original (pelo que chegou a entender-se que a “sanção” se estendia a “todas as dívidas da sociedade, anteriores e ulteriores ao momento do incumprimento daquele dever”⁴⁹).

Em contrapartida, estendeu-se pela mesma *Ley 19/2005, de 14 de noviembre* o âmbito de aplicação da norma à situação em que está em causa a apresentação da sociedade à insolvência, solução que a doutrina espanhola discute. Para uns, foi um erro: em sede de insolvência, a “arma” dos credores sociais já não será esta responsabilidade societária por dívidas, mas a responsabilidade concursal⁵⁰. Para outros, embora o legislador espanhol devesse ter coordenado melhor ambas as responsabilidades, elas não se confundem ou substituem, uma vez que têm natureza diferente e âmbitos de aplicação nem sempre coincidentes⁵¹.

Ora, em resultado da alteração legislativa de 2011 ao artigo 50 da *Ley Concursal*, a apresentação à insolvência é usada pelos administradores como meio de adiar e evitar esta sua responsabilidade por dívidas – aliás, o interesse dos administradores neste caso é até, precisamente, o de arrastar o processo de insolvência e obstar a que ele seja o mais célere possível, esperando que os credores desistam da intenção de os responsabilizar por essa via⁵².

Uma das razões pelas quais os administradores tentam evitar sujeitarse a esta responsabilidade consagrada no artigo 367 da LSC é o facto de ela estar legalmente configurada como uma responsabilidade de natureza sancionatória – é que, embora também a natureza desta responsabilidade

⁴⁹ Como expõe – com assombro – FRANCISCO VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, cit., pág. 429. Para a análise da evolução da norma, neste preciso aspecto, cfr. FERNANDO SÁNCHEZ-CALERO, “Evolución de la responsabilidad de los administradores por deudas sociales, por falta de promover la declaración de disolución de la sociedad”, in *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Tomo II, Marcial Pons, Madrid/Barcelona/Buenos Aires, 2007, 1175-1214, pp. 1181 e ss., e 1204 e ss..

⁵⁰ Cfr. GUILLERMO ALCOVER GARAU, “El ámbito de responsabilidad de los administradores en los nuevos artículos 62.5 de la Ley de Sociedad Anónima y 105.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2006, 85-93, pág. 87; FRANCISCO VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, cit., pág. 429.

⁵¹ Cfr. MARÍA CONCEPCIÓN PABLO-ROMERO GIL-DELGADO, “La responsabilidad de los administradores de sociedades por no haber instado el concurso ¿un supuesto asegurable?”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2006, 311-332, pp. 320 e ss..

⁵² Cfr. DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA/MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA, *Responsabilidades de los Administradores de las Sociedades de Capital en Crisis...*, cit., pp. 675 ss..

seja controvertida, ela tende a ser quase unanimemente considerada uma forma de responsabilidade civil de carácter sancionatório ou punitivo, uma vez que a lei apenas exige que estejam preenchidos os pressupostos determinados na norma, ou seja, o incumprimento de alguma das obrigações aí referidas e a existência de obrigações sociais (sem que seja necessário demonstrar que esse incumprimento causou danos aos credores sociais, nem a existência de um nexo causal entre a actuação dos administradores e tal dano, como pretendem alguns autores⁵³)⁵⁴.

A verdade é que este modelo de responsabilidade, apesar das questões que a redacção do preceito coloca, já foi considerado exemplar e passível de ser adoptado, com vantagem, por outros ordenamentos jurídicos⁵⁵; através dele, impõe-se aos administradores das chamadas sociedades de capitais que promovam a dissolução e liquidação regulares da sociedade que administram, ou a sua apresentação à insolvência, sempre que se verifique que não subsistem as condições necessárias para que a empresa societária continue no mercado sem que isso implique um agravamento da transferência, para este, do risco da sua exploração – e com esta imposição não se ultrapassam os limites dos deveres que impendem e devem impender sobre os membros do órgão de administração.

Além do mais, esta medida constitui uma solução eficiente para o problema da permanência, no mercado, de empresas societárias que já não parecem reunir as condições necessárias para o efeito sem uma excessiva transmissão do risco para os credores, não lhe podendo ser opostas as críticas que recebe, nomeadamente, a opção pela consagração legislativa de um prazo demasiado curto para que sobre os titulares do mesmo órgão impenda o dever de apresentação da sociedade à insolvência.

⁵³ Como é o caso de PEDRO PRENDÉS CARRIL, "Pérdidas y responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital", in *Aranzadi Civil*, n.º 2, 1998, 73-118, pp. 75 ss.; BELÉN CASADO CASADO, "La responsabilidad legal de los administradores de las sociedades de capital: ¿un supuesto de sanción privada?", *Revista Jurídica del Notariado*, n.º 57, 2006, 45-125, pp. 45 ss..

⁵⁴ Neste sentido, cfr. GAUDENCIO ESTEBAN VELASCO, "Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual por no promoción de la disolución", in *Revista de Derecho de Sociedades*, Nº 5, 1995, 47-78, pp. 71 ss.; GUILLERMO ALCOVER GARAU, "La responsabilidad de los administradores de la sociedad anónima por las deudas sociales ex artículo 262.5 y los procedimientos concursales", in *Revista de Sociedades*, nº. 8, 1997, 265-271, pág. 267; DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA/MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA, *Responsabilidades de los Administradores de las Sociedades de Capital en Crisis...*, cit., pp. 425 ss..

⁵⁵ Cfr. ÁNGEL ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, "El anteproyecto del derecho de la quiebra en España", in *Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali*, vol. 74, fasc. 6, 1999, 1117-1126, pág. 1118.

2. O regime de responsabilidade concursal consagrado na Ley Concursal e a sua evolução

a) a natureza jurídica da responsabilidade concursal

Depois da reforma de 2011⁵⁶, a responsabilidade concursal passou a estar regulada no novo artigo 172 bis⁵⁷⁻⁵⁸. As modificações introduzidas ao respectivo regime fizeram ressurgir o debate em torno da sua controvertida natureza jurídica (como responsabilidade com natureza indemnizatória – com o objectivo de ressarcir os credores sociais do dano que lhes advém do facto de a massa insolvente não conseguir satisfazer integralmente os seus créditos, devido à actuação ilícita e culposa das pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa; ou, antes, como uma responsabilidade-sanção, com o fim de punir e moralizar a actuação de todos aqueles que possam ter provocado ou agravado a situação de insolvência da sociedade; ou ambas^{59/60}) e da sua relação com a qualificação da insolvência – mas esse debate já se encontrava animado com a prévia evolução na jurisprudência do *Tribunal Supremo* na matéria⁶¹: a doutrina

⁵⁶ Note-se que já antes de 2011 a *Ley Concursal* tinha sido objecto de importantes alterações, introduzidas pelo *Real Decreto-Ley 3/2009*. No que respeita especificamente ao regime de responsabilidade concursal, operou-se a modificação do artigo 168: atribuiu-se aos credores e a outras pessoas com interesse legítimo a possibilidade de serem parte no incidente de qualificação da insolvência e de produzir alegações quanto às causas da insolvência e à responsabilidade dos administradores, de direito e de facto.

⁵⁷ Esta norma entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2012.

⁵⁸ À luz da *Ley Concursal*, a responsabilidade concursal de gerentes e administradores depende da qualificação da insolvência como culposa, nos termos dos artigos 164 e 165.

⁵⁹ Cfr. JOSÉ LUIS ECHEGARAY, "La discutida naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal a la luz de la última jurisprudencia", in *Anuario de Derecho Concursal*, 29, 2013, 153-202, pp. 154 ss.; JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUces GONZÁLEZ, "Declaración de concurso y acciones societarias de responsabilidad frente a los administradores de la sociedad concursada", cit., pp. 39 ss.; LOURDES GARNACHO CABANILLAS, "Naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal", in *Revista de Derecho Concursal e Paraconcursal*, n.º 20, 2014, 215-235, pp. 217 ss..

⁶⁰ Ainda há quem qualifique esta responsabilidade como uma responsabilidade por dívidas de terceiros *ex concurso*, assente na necessidade de satisfação *ex lege* dos credores do insolvente, no âmbito da liquidação em processo de insolvência. Com este entendimento, cfr. LOURDES GARNACHO CABANILLAS, "Naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal", cit., pp. 215 ss..

⁶¹ Embora o acórdão de 23 de Fevereiro de 2011 do *Tribunal Supremo* fosse claro: a responsabilidade concursal, então prevista no artigo 172, n.º 3, teria carácter indemnizatório (e não sancionatório, como se discutia *in casu*) – e o dano resultante da causação ou agravamento da insolvência era precisamente o défice patrimonial.

que se dedicou à análise das decisões deste tribunal tendia a considerar que a jurisprudência não definia uma orientação clara e sólida⁶².

No texto original establecía-se que “[s]i la sección de calificación hubiera sido formada o reabierta como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación, la sentencia podrá, además, condenar a los administradores o liquidadores, de derecho o de hecho, de la persona jurídica cuyo concurso se califique como culpable, y a quienes hubieren tenido esta condición dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración de concurso, a pagar a los acreedores concursales, total o parcialmente, el importe que de sus créditos no perciban en la liquidación de la masa activa”. Com a reforma, prevê-se agora que “[c]uando la sección de calificación hubiera sido formada o reabierta como consecuencia de la apertura de la fase de liquidación, el juez podrá condenar a todos o a algunos de los administradores, liquidadores, de derecho o de hecho, o apoderados generales, de la persona jurídica concursada que hubieran sido declarados personas afectadas por la calificación a la cobertura, total o parcial, del déficit. [...] En caso de pluralidad de condenados, la sentencia deberá individualizar la cantidad a satisfacer por cada uno de ellos, de acuerdo con la participación en los hechos que hubieran determinado la calificación del concurso. [...] Todas las cantidades que se obtengan en ejecución de la sentencia de calificación se integrarán en la masa activa del concurso”⁶³.

Assim, passou a exigir-se ao juiz que, além de verificar a existência dos pressupostos objectivos de responsabilidade concursal que já estavam consagrados (e passam a constar do primeiro parágrafo do artigo 172 bis), atenda, a fim de condenar as pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa e para quantificar a respectiva responsabilidade pelo défice concursal, ao grau de participação de cada uma nos factos determinantes para a qualificação da insolvência; por outras palavras, o juiz

⁶² Cfr. MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA/DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, “La responsabilidad concursal de los administradores (a propósito del voto particular a la STS 21.5.2012)”, in *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 28, Janeiro-Abri 2013, 207-220, pp. 208 e ss..

⁶³ Neste âmbito, merece também particular menção o facto de, com a reforma de 2011, se ter estabelecido no artigo 176 bis que não poderá encerrar-se o processo de insolvência por insuficiência de massa se estiver pendente o incidente de qualificação da insolvência (bem como o exercício de acções de reintegração da massa ou de responsabilidade de terceiros, a menos que as mesmas tenham sido objecto de cessão ou que seja previsível que com o resultado das mesmas não se possam vir a satisfazer, pelo menos, os créditos sobre a massa). Esta hipótese está pensada para o caso em que exista alguma probabilidade de que a insolvência venha a ser considerada culposa, com o que poderão vir a ser responsabilizadas, por parte ou pela totalidade do défice concursal, as pessoas identificadas pela qualificação.

fica obrigado a estabelecer um nexo de causalidade entre a actuação de cada pessoa afectada e o dano, para a condenar a ressarcir exclusivamente aquele dano que tenha sido causado pelos factos ilícitos que lhe sejam imputados⁶⁴. E esclarece-se que as indemnizações devem integrar a massa insolvente.

Embora sejam evidentes alterações significativas, a nova redacção da norma que consagra a responsabilidade concursal não veio dissipar todas as dúvidas acerca da sua natureza jurídica⁶⁵.

Desde 2011 resulta de um significativo número de decisões do *Tribunal Supremo* que a responsabilidade concursal é essencialmente entendida como uma responsabilidade com carácter resarcitório dos danos causados aos credores sociais (e não como uma responsabilidade com carácter punitivo ou sancionatório); e que ela não decorre automaticamente da qualificação da insolvência como culposa, exigindo a condenação dos gerentes e administradores uma “valoração judicial motivada ou justificativa”, bem como a existência de um nexo de causalidade entre a actuação destas pessoas afectadas pela sentença de qualificação e o dano causado

⁶⁴ Estes aspectos eram alvo de acesa discussão, como o ilustra a declaração de voto do juiz Ignacio Sancho à fundamentação da *Sentencia del Tribunal Supremo* de 21 de Maio de 2012, na aplicação do texto anterior à reforma de 2011, cuja orientação é adoptada e desenvolvida por alguma da doutrina do país vizinho: se é certo que resultava da lei que não era necessário provar o nexo de causalidade entre os factos e a causação ou o agravamento da insolvência para a qualificação da insolvência como culposa, já deveria entender-se, nos termos desta declaração de voto, que era necessário provar o nexo de causalidade entre a actuação das pessoas afectadas pela qualificação e o dano causado aos credores (resultante da causação ou do agravamento da insolvência) para a responsabilização daquelas, sob pena de a responsabilidade assumir, nesta sede, uma função sancionatória Cfr. a análise de Jesús QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*, 2013, n.º 18, 51-66, pp. 56 ss.. Ora, uma parte da doutrina afirmava, com acerto, que é a determinação da natureza da responsabilidade que permitirá concluir pela necessidade, ou não, da prova do nexo de causalidade entre o facto determinante da culpabilidade e o défice concursal, alertando todavia para o facto de a resposta afirmativa a esta questão vir a reduzir substancialmente o âmbito de aplicação da responsabilidade concursal. E, atento o que fica exposto, cabe ainda colocar a questão de saber, então, se a norma responsabilizadora consagra, para os credores sociais, um tipo de tutela que não resulte já do funcionamento das normas que prevêem e regulam a responsabilidade de gerentes e administradores, quer perante a sociedade, quer perante os credores sociais. Cfr. JOSÉ LUIS DÍAS ECHEGARAY, “La discutida naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal a la luz de la última jurisprudencia”, cit., pág. 155.

⁶⁵ Cfr. JOSÉ LUIS DÍAS ECHEGARAY, “La discutida naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal a la luz de la última jurisprudencia”, cit., pp. 155 ss..

aos credores sociais (ou seja, a impossibilidade de a sociedade satisfazer os seus créditos)⁶⁶.

Merece destaque, nesta sede, o diferente tratamento que recebem a qualificação da insolvência como culposa e a responsabilidade concursal: enquanto no primeiro caso se fala de um “automatismo objectivo”, uma vez que os pressupostos especificados no artigo 164.2 da *Ley Concursal* para a qualificação da insolvência como culposa conduzem, pela sua mera ocorrência, a tal resultado (independentemente da verificação dos requisitos estabelecidos pelo artigo 164.1, que enuncia uma cláusula geral na matéria⁶⁷), no segundo exige-se que o juiz fundamente adequadamente a condenação das pessoas afectadas pela qualificação da insolvência no pagamento das dívidas da sociedade aos credores sociais – tanto mais que a imputação dos factos a essas pessoas e o respectivo grau de culpa vão determinar a medida da sua responsabilidade.

Pelo *Real Decreto-Ley 4/2014*⁶⁸, acrescentou-se no final do primeiro parágrafo do n.º 1 do artigo 172 *bis* que as pessoas afectadas pela qua-

⁶⁶ Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, cit., pp. 56 ss.; MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA/DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, “La responsabilidad concursal de los administradores (a propósito del voto particular a la STS 21.5.2012)”, cit., pág. 215; LOURDES GARNACHO CABANILLAS, “Naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal”, cit., pp. 218 ss.

⁶⁷ Esta cláusula geral verifica-se quando estejam preenchidos dois pressupostos, um de natureza objectiva (o estado de insolvência do devedor, ou seja, o facto de ele, nos termos do artigo 2.2, não poder cumprir pontualmente as suas obrigações exigíveis) e outro de carácter subjetivo (o estado de insolvência do devedor, ou o seu agravamento, devem ser consequência de um comportamento censurável do devedor, que há-de ter agido com dolo ou culpa grave, uma vez que ele “conhecia, ou devia conhecer, ou não podia ignorar, a transcendência patrimonial dos seus actos”). Para obviar aos problemas de prova do dolo ou da culpa grave, estabelece o artigo 165 uma presunção relativa, em determinadas situações – mas subsiste a necessidade de demonstração da relação de causalidade entre a verificação destas situações e a situação ou o agravamento da insolvência. Já nos casos enumerados no artigo 164.2 não é necessário provar a existência de dolo ou culpa grave, nem de um nexo de causalidade entre os actos aí previstos e a ocorrência ou o agravamento da situação de insolvência (embora seja de exigir, em qualquer caso, que o acto ilícito seja imputável a toda a pessoa que venha a ser afectada pela qualificação da insolvência como culposa). Cfr. a análise de JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, cit., pp. 53 ss..

⁶⁸ Pelo *Real Decreto-Ley 4/2014*, introduziram-se na *Ley Concursal* significativas alterações, não apenas em matéria de refinanciamento e reestruturação da empresa, como anunciado, mas também quanto ao âmbito objectivo e subjectivo da responsabilidade concursal, alterações essas que acabam por se reflectir ainda na determinação da natureza jurídica dessa responsabilidade. Cfr. PEDRO PRENDÉZ CARRIL, “La reforma concursal (RD-Ley 4/2014), algo más que una reforma en matéria de refinanciación”, in *Actualidad Jurídica Aranzadi*, n.º 882, 2014, 3-3, pág. 3.

lificação da insolvência poderão ser condenadas a cobrir, total ou parcialmente, o défice concursal, “na medida em que a conduta que tenha determinado a qualificação [da insolvência como] culposa tenha gerado ou agravado a insolvência”. O mesmo é dizer que se dissiparam algumas das dúvidas relativas ao âmbito objectivo da responsabilidade concursal e à sua natureza, uma vez que se esclarece expressamente que a responsabilidade apenas poderá existir se estiver verificado o nexo de causalidade entre a actuação das pessoas afectadas e a causação ou agravamento da insolvência – o que é mais restritivo do que a exigência de um nexo causal entre essa actuação e a qualificação da insolvência como culposa. Deste modo, poderão existir insolvências qualificadas como culposas sem que, porém, haja condenação das pessoas afectadas no âmbito da responsabilidade concursal.

b) A determinação do montante da “indemnização”

Com a reforma de 2011, manteve-se, neste ponto, aquilo que já resultava expressamente do disposto no artigo 172.3 da *Ley Concursal*, ou seja, o facto de a condenação poder determinar a satisfação de, apenas, uma parte do défice concursal: o juiz deverá ponderar, nesta sede, o peso do eventual contributo de outras causas para a insolvência da sociedade, tais como a existência de uma conjuntura económica desfavorável. Neste caso, o texto actual do artigo 172 bis esclarece que apenas caberá às pessoas condenadas a cobertura daquela parte do défice que possa ser consequência da sua actuação.

Por outro lado, as alterações introduzidas à *Ley Concursal* em 2011 vieram ajudar a esclarecer uma questão que, até aí, era fonte de dissenso: a de saber se a cobertura do défice concursal abrangia, não apenas os créditos da insolvência, mas também os créditos sobre a massa. A letra da lei dizia textualmente que se tratava de “pagar a los acreedores concursales, total o parcialmente, el importe que de sus créditos no perciban en la liquidación de la masa activa”. Pois bem, agora trata-se de “condenar a todos o a algunos de los administradores, liquidadores, de derecho o de hecho, o apoderados generales, de la persona jurídica concursada que hubieran sido declarados personas afectadas por la calificación a la cobertura, total o parcial, del deficit” – o que permite ter em conta, na referida condenação, todos os créditos não satisfeitos, tanto concursais, como sobre a massa.

c) O âmbito subjectivo da responsabilidade concursal

Antes de mais, cabe distinguir a determinação das pessoas afectadas pela qualificação da determinação das pessoas que devem ser condenadas a indemnizar.

Quanto à determinação das pessoas afectadas pela qualificação, deve precisar-se que, se é certo que a lei delimita, no artigo 172.2 da *Ley Concursal*, o âmbito das pessoas que podem ser afectadas pela qualificação da insolvência como culposa, isso não significa que, em cada caso concreto, todas devam sê-lo. Caberá ao juiz declarar pessoas afectadas todas as que cabem no leque que o legislador fixou (nomeadamente, qualificando como administrador de facto determinada pessoa⁶⁹) ou determinar que apenas algumas, de entre as possíveis, o são – porque apenas essas devem ser sujeitas aos efeitos da qualificação.

Mas subsiste a questão de saber se todas as pessoas afectadas pela qualificação devem ser condenadas a responder pelas dívidas da sociedade, ou se, como já defendia alguma da doutrina espanhola, apenas devem ser condenadas aquelas pessoas às quais pode ser imputada a prática de actos que causaram danos aos credores sociais, ou seja, que comprovadamente contribuíram para a causação ou o agravamento da insolvência da sociedade⁷⁰. O texto legal, antes da reforma, dizia que o juiz poderia condenar as pessoas afectadas a responder, e a norma era interpretada com o sentido de conferir ao juiz discricionariedade para estender a responsabilidade a todos ou apenas a alguns dos afectados – excluindo-se apenas que ela existisse quanto ao facto de condenar ou não. Por outras palavras, verificados os pressupostos para que existisse responsabilidade concursal, o juiz devia condenar as pessoas afectadas, mas podia condenar todas ou apenas algumas delas⁷¹.

Agora, a lei, no artigo 172 bis, esclarece que a condenação pode recair sobre *todas* ou *algumas* das pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa.

Se existir pluralidade de condenados, a sentença deve individualizar a quantia a satisfazer por cada um, de acordo com a participação nos factos que tenham determinado a qualificação da insolvência. Ou seja, resulta ainda do novo texto legal que está afastada a possibilidade de se entender a responsabilidade concursal como *solidária*: o juiz deve, numa primeira fase, fixar a quantia global que as pessoas condenadas devem entregar à massa insolvente para cobrir, total ou parcialmente, o défice concursal;

⁶⁹ Como, por exemplo, o representante do administrador pessoa colectiva. Sobre o tema, cfr. ISABEL RODRÍGUEZ DÍAZ, “La responsabilidad del representante del administrador persona jurídica en el concurso culpable”, in *Anuario de Derecho Concursal*, 30, 2013, 139-178, pp. 157 ss..

⁷⁰ Neste sentido, cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, cit., pág. 58.

⁷¹ Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, cit., pp. 59 ss..

mas depois ainda deve, imperativamente, determinar a quantia que cada uma dessas pessoas deve satisfazer, para a obtenção daquele montante.

Para o efeito, o artigo 172 bis.1 especifica o critério que deve ser seguido para a individualização quantitativa da condenação: o grau de participação de cada um nos factos que determinaram a qualificação da insolvência como culposa; ou seja, atende-se à imputabilidade ou grau de culpa de cada uma das pessoas condenadas.

Acrece ao exposto que a reforma de 2011 veio ainda alargar o âmbito subjectivo da responsabilidade concursal, estendendo-a aos *directores gerais* (além dos administradores e liquidatários, de direito e de facto), que também passam a poder ser pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa⁷².

E com as alterações mais recentes à *Ley Consursal* os próprios sócios podem ser condenados no âmbito da responsabilidade concursal. O *Real Decreto-Ley 4/2014* modificou a regulação da qualificação da insolvência, para evitar que os devedores se oponham, sem fundamento razoável, a acordos que prevejam a capitalização da dívida. Nesse sentido, acrescentou-se no artigo 165 uma nova presunção de dolo ou culpa grave do devedor, seus representantes legais, administradores ou liquidatários, na causação ou agravamento do estado de insolvência, quando eles se tenham oposto a um acordo de refinanciamento e, posteriormente, tenha sido declarada a insolvência; e esta presunção abrange os próprios sócios, se o seu voto em assembleia geral da sociedade devedora impediu a capitalização. Este diploma veio também, no artigo 172 bis, alterar o âmbito subjectivo da responsabilidade concursal, estendendo a aplicação da norma aos sócios que, sem causa razoável, tenham recusado a capitalização de créditos ou uma emissão de acções ou valores mobiliários convertíveis e que, nos termos do então parágrafo 4 do n.º 1 do artigo 165, tenham sido declarados pessoas afectadas pela qualificação^{73/74}.

⁷² O que fez surgir inúmeras questões, como a da determinação do conceito de director geral para o efeito da aplicação da *Ley Consursal* e a da sua delimitação relativamente à figura do administrador de facto. Sobre o tema, cfr. NURIA LATORRE CHINER, "El apoderado general en la Ley Concursal", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 19, 2013, 65-80, pp. 66 ss..

⁷³ Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, "Coordinación de acciones societarias (social, individual y por deudas) y concursales de responsabilidad", cit., pág. 50; JOSÉ MARÍA RIBELLES ARELLANO, "La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal", in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 22, 2015, 215-221, pp. 218 ss..

⁷⁴ Note-se que, no ordenamento jurídico alemão, o tribunal pode ratificar e aprovar um plano de pagamento das dívidas da sociedade insolvente que não tenha obtido a aprovação dos sócios, quando identifique as circunstâncias necessárias para se poder afirmar a

Posteriormente, a *Ley 9/2015* veio introduzir as mais recentes alterações, nesta matéria, à *Ley Concursal*. Desde logo, inclui-se no artigo 164 (que determina a qualificação da insolvência como culposa quando exista dolo ou culpa grave na causação ou agravamento da insolvência) uma referência à participação dos sócios nessa causação ou agravamento na situação prevista no artigo 165.²⁷⁵ Mas ainda se modifica este artigo 165 em dois pontos: primeiro, esclarece-se que a presunção de insolvência culposa quando não tenha havido participação na assembleia de credores apenas existe se essa participação tivesse sido determinante para a adopção do acordo; depois, estende-se aos acordos extrajudiciais a presunção *iuris tantum* de insolvência culposa quando a frustração do acordo se deva à recusa dos sócios ou administradores, sem fundamento razoável, na capitalização dos créditos ou na emissão de acções ou valores mobiliários, e com isso se tenha frustrado um acordo de refinanciamento.

d) A questão da determinação do destino da “indemnização”

A *Ley Concursal* previa que as pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa fossem condenadas a satisfazer directamente os credores sociais, pelas quantias que estes não tivessem recebido da massa insolvente.

Mas com a reforma de 2011 o texto do artigo 172.3 foi alterado: as pessoas afectadas são, hoje, condenadas a cobrir, total ou parcialmente, “o défice”, acrescentando-se expressamente que todas as quantias que se obtenham em execução da sentença de qualificação serão integradas na massa insolvente. Pelo que a doutrina afirma, agora, que a responsabilidade deixou de ser “um instrumento de pagamento directo aos credores”, tendo “recuperado a sua essência de instrumento de cobertura do défice concursal”⁷⁶.

existência de uma obstrução proibida pelo § 245 da *Insolvenzordnung* – e esta norma tem gerado acesa discussão doutrinal, sobretudo em torno da questão de saber se poderão os credores sociais, por este meio, “expulsar” os sócios de uma sociedade, de modo a assumirem o seu controlo. Sobre o tema, cfr. KARSTEN SCHMIDT, “¿Desbanca el derecho concursal al derecho de sociedades? Disputas societarias, debt-to-equity-swap y take over”, in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 22, 2015, 303-313, pp. 307 ss..

⁷⁵ Por esta via, ultrapassavam-se as críticas que, do ponto de vista da sistematização, se colocavam em função das alterações introduzidas à *Ley Concursal* em 2014. Neste ponto, cfr. JOSÉ MARÍA RIBELLES ARELLANO, “La naturaleza jurídica de la responsabilidad concursal”, cit., pp. 219 ss..

⁷⁶ Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, cit., pág. 59.

Paralelamente, atente-se nas vantagens apontadas ao regime actualmente consagrado na *Ley Concursal*: antes da alteração, o funcionamento da responsabilidade concursal colocava delicados problemas, como o da determinação da ordem pela qual os credores seriam pagos, e em que medida deviam ser observados, nesta sede, os critérios de graduação de créditos – uma vez que não se tratava, propriamente, da liquidação da massa. E as questões colocavam-se, precisamente, porque a responsabilidade concursal apenas operava depois da liquidação da massa, uma vez que só nessa fase poderia determinar-se o montante, total ou parcial, de cada crédito que, não tendo sido satisfeito, poderia ser exigido às pessoas condenadas na sentença que qualificasse a insolvência como culposa. Ora, com a nova redacção, a responsabilidade concursal opera de modo diferente: a integração na massa das quantias obtidas implica que essa operação tenha lugar em momento anterior à liquidação; portanto, a massa insolvente a liquidar estará já reintegrada, total ou parcialmente, pela soma dos montantes que as pessoas condenadas tiveram de satisfazer, aplicando-se as regras da liquidação que asseguram o respeito pelo princípio *par condicio creditorum*⁷⁷. Deste modo, ficam ultrapassados os problemas que o anterior modelo colocava.

O momento adequado para o cumprimento desta obrigação será, então, prévio à liquidação, uma vez que a integração das quantias na massa pressupõe que esta ainda não está liquidada – depois da execução da sentença condenatória os montantes obtidos integrarão a massa e procede-se à liquidação, com respeito pelas regras de pagamento aos credores estabelecidas na *Ley Concursal*.

e) A efectiva satisfação dos interesses dos credores sociais

Um aspecto que merece destaque nesta análise comparativa é o facto de não ter sido seguido na lei portuguesa o exemplo da *Ley Concursal* no que respeita à possibilidade de adopção de medidas que visem permitir a efectiva satisfação dos credores sociais no âmbito da responsabilidade concursal. Como é sabido, naquele diploma, o artigo 48.3 prevê que o juiz possa decretar, a partir da declaração de insolvência, oficiosamente

⁷⁷ Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, “La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal”, cit., pp. 62 ss.. Em sentido diferente, contudo, cfr. MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA/DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, “La responsabilidad concursal de los administradores (a propósito del voto particular a la STS 21.5.2012)”, cit., pág. 215: para estes autores, interpretando a declaração de voto à STS de 25 de Maio de 2012, o défice corresponde precisamente ao montante dos créditos que não fiquem satisfeitos pela liquidação concursal, pelo que até que esteja concluída a liquidação não está determinado o âmbito objectivo da responsabilidade concursal.

ou mediante pedido fundamentado do administrador da insolvência, o embargo de bens e direitos das pessoas que podem ser condenadas em sede de responsabilidade concursal, desde que exista fundada possibilidade de que a insolvência venha a ser qualificada como culposa e que a massa insolvente seja insuficiente para satisfazer todos os credores. Com a reforma de 2013, este procedimento está expressamente qualificado como procedimento cautelar.

Ainda no que respeita à efectiva satisfação dos interesses dos credores concursais, pode colocar-se a questão se saber se esta responsabilidade pode ser objecto do seguro de responsabilidade civil dos administradores.

Em Espanha, o significativo agravamento da responsabilidade dos administradores, sobretudo fruto do disposto no agora artigo 367 da LSC e da sua aplicação rigorosa pelos tribunais, conduziu a um aumento dos custos para as empresas societárias. Por um lado, uma vez que os deveres ligados ao exercício das funções de administração surgem cada vez mais densificados e que aumentou significativamente o risco de os administradores verem o seu património pessoal responder pelas dívidas da sociedade, estes passaram a exigir remunerações mais elevadas (e, por vezes, o acesso a formação especializada). Por outro lado, ou em alternativa a este aumento de remunerações, passou a ser frequentemente convencionada a contratação de um seguro de responsabilidade civil dos administradores, cujos custos são, em muitos casos, suportados pela sociedade.

Desde logo, cabe afirmar que o risco de que se trata aqui não deve considerar-se geralmente coberto pela apólice que, nos termos da lei societária, segure a responsabilidade dos administradores de uma determinada sociedade; ou seja, será sempre necessária uma contratualização autónoma, que especificamente abranja esta cobertura (quer através de previsão expressa na apólice de seguro de responsabilidade civil de administradores, quer através de uma apólice distinta). Independentemente da qualificação que se faça da responsabilidade consagrada no artigo 367 da LSC e da responsabilidade concursal, nada obstará a que possa ser objecto de seguro⁷⁸. Se ela for considerada uma responsabilidade delitual, tratar-se-á, ainda, de um seguro de responsabilidade civil de administradores, com as reservas e limites que a este se colocam (nomeadamente, quanto à

⁷⁸ Note-se que a responsabilidade deriva, nestes casos, do incumprimento de deveres legais (como o de solicitar a dissolução da sociedade, ou o de apresentar a sociedade à insolvência), e chegou a ser controvertido o facto de se tratar de um risco segurável. Cfr. ELENA F. PÉREZ CARRILLO/MARIA ELISABETE RAMOS, "El seguro de responsabilidad de administradores e altos ejecutivos, D&O, en España e Portugal a la luz de los régimenes de responsabilidad de los administradores", in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 28, 2007-I, 257-293, pp. 286 ss..

exclusão da cobertura em caso de dolo⁷⁹, ou à possibilidade de a própria sociedade suportar o custo relativo ao prémio do seguro⁸⁰), sendo certo que pode revelar-se bastante complexa a delimitação dos contornos da contratualização do seguro deste risco. Se for de considerar que se trata de responsabilidade patrimonial, já se trata de figura autónoma.

Ainda cabe salientar que estes seguros, sobretudo quando os custos que importam são suportados pela sociedade, implicam a transferência do risco para a própria sociedade e, portanto, para o mercado. Outra das críticas que se fazem à contratualização de seguros de responsabilidade nestes casos é o facto de poderem levar a comportamentos menos diligentes dos administradores; e, sobretudo quando é certo que a função de alguns destes mecanismos de responsabilização é, assumidamente, também sancionatória, o recurso ao seguro de responsabilidade pode apresentar-se como um meio de obstar à eficiência plena das normas que os consagram.

IV. A responsabilidade concursal – interpretação do n.º 2, alínea e), e do n.º 4 do artigo 189.º: algumas respostas

Depois de analisado o regime espanhol de responsabilidade concursal, bem como a sua evolução recente, é tempo de ensaiar algumas respostas às questões que deixámos colocadas. E uma vez que essas respostas dependem, em boa medida, da natureza e função que se identifiquem na responsabilidade concursal, começaremos por este ponto.

a) natureza e função da responsabilidade

Para determinar a natureza da responsabilidade concursal, vários aspectos devem ser tidos em conta. Por um lado, a responsabilidade não existe apenas verificada que esteja a insuficiência do património social para satisfazer os credores – ela depende da ocorrência de determinados comportamentos das pessoas condenadas, comportamentos esses que o legislador parece presumir terem provocado ou agravado a situação de insolvência da sociedade e, consequentemente, terem contribuído para o

⁷⁹ Para a análise destas e de outras exclusões, cfr. DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA/MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA, *Responsabilidades de los Administradores de las Sociedades de Capital en Crisis...*, cit., pp. 546 ss..

⁸⁰ Valor que pode ser considerado remuneração dos administradores e, logo, sujeito ao respectivo regime. Embora a doutrina espanhola tenha maioritariamente este entendimento, ele não é pacífico. Cfr. ANTONIO RONCERO SÁNCHEZ, *El Seguro de Responsabilidad Civil de Administradores de una Sociedad Anónima (Sujetos, Intereses e Riesgo)*, Aranzadi, Pamplona, 2002, pp. 103 ss..

não cumprimento, pelo menos pontual, das suas obrigações. Deste ponto de vista, a responsabilidade parece assentar na prática de um ilícito (que pode consistir, em alguns dos casos, em violação de norma de protecção dos credores sociais) e na presunção da existência de um nexo causal entre essa actuação e o dano, ou seja, o facto de os credores não verem integralmente satisfeitos os seus créditos.

Mas a responsabilidade civil é um instituto que prossegue tradicionalmente uma função resarcitória: a indemnização deve colocar o lesado na situação em que estaria se não tivesse existido a lesão. Todavia, nos nossos dias, começa a admitir-se aqui também a existência de uma função punitiva ou sancionatória⁸¹. Ora, pode questionar-se o cabimento de uma função sancionatória das normas que prevêem a responsabilidade concursal dos administradores, na medida em que o modo como ela é consagrada permite concluir que se ultrapassa significativamente a função resarcitória (quer quanto ao valor da "indemnização", quer quanto à eventual inexistência de necessidade de prova de um nexo causal entre a actuação ilícita e o dano).

Também permite pôr em causa a função estritamente resarcitória desta responsabilidade o facto de ser pressuposto necessário para a existência de responsabilidade concursal que a insolvência tenha sido declarada culposa por sentença, que nessa sentença tenham sido identificadas as pessoas afectadas pela qualificação, e que as pessoas a responsabilizar se encontrem, necessariamente, entre aquelas que foram identificadas na sentença de qualificação da insolvência como culposa⁸². Ou seja, embora outras pessoas possam ter lesado o património social e, reflexamente, os interesses dos credores sociais, tendo conduzido a sociedade à insolvência, ou agravando-a, elas não serão condenadas a indemnizar os credores sociais – atente-se na hipótese de os actos terem sido praticados antes dos "três anos anteriores ao início do processo de insolvência", o que impediria que a insolvência fosse considerada culposa, por força do disposto

⁸¹ Cfr. PAULA MEIRA LOURENÇO, *A Função Punitiva da Responsabilidade Civil*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pág. 126, e HENRIQUE SOUSA ANTUNES, *Da Inclusão do Lucro Ilícito e de Efeitos Punitivos entre as Consequências da Responsabilidade Civil Extracontratual: a sua Legitimização pelo Dano*, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, pp. 551 e ss..

⁸² O facto de o artigo 189.º do CIRE impor a qualificação da pessoa afectada pela qualificação da insolvência, com fundamento na prática de qualquer tipo de acto ilícito, levou já a que se considerasse a responsabilidade concursal uma responsabilidade patrimonial (por contraposição a responsabilidade civil). Com este entendimento, cfr. ADELAIDE MENEZES LEITÃO, "Insolvência culposa e responsabilidade dos administradores na Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril", in *I Congresso de Direito da Insolvência*, coord. Catarina Serra, Almedina, Coimbra, 2013, 269-283, pp. 279 ss..

no artigo 186.º, n.º 1 – e, consequentemente, impediria a identificação e responsabilização concursal das pessoas que tivessem criado ou agravado a situação de insolvência.

Em contrapartida, as pessoas afectadas pela qualificação apenas são chamadas a responder se os credores sociais não forem integralmente satisfeitos e só até ao limite do valor dos seus créditos que a sociedade não consiga satisfazer. Consequentemente, ainda que fique provado que a actuação daquelas pessoas causou à sociedade, com os comportamentos que ficaram provados, um dano muito superior àquele que corresponde a esse, elas não serão chamadas a responder – e a sua responsabilidade já não resultaria em benefício dos credores sociais, mas poderia eventualmente vir a aproveitar, por exemplo, aos sócios. E no hipotético caso de a sociedade estar insolvente, não por os bens do activo serem insuficientes para cobrir o passivo, mas por iliquidez, não existirão “créditos não satisfeitos”, pelo que não existirá responsabilidade concursal. Então, o objectivo das normas que consagram a responsabilidade concursal é, exclusivamente, o de tutelar os interesses dos credores sociais, quando seria possível, na mesma sede, procurar a tutela da própria sociedade (nomeadamente, promovendo a hipotética recuperação da empresa societária por este meio, o que até não ultrapassa o espírito da política legislativa no âmbito da insolvência) e dos seus sócios.

É certo que a análise da evolução da responsabilidade concursal no ordenamento jurídico espanhol aponta hoje, inequivocamente, para a definição de uma função estritamente resarcitória da mesma. Porém, isso não significa que a função sancionatória esteja ausente no espectro de normas aplicáveis à responsabilidade dos administradores (e outros) na crise da empresa. É que não podemos deter-nos, para comparar ambos os sistemas de responsabilização em causa, na análise das normas da *Ley Concursal*, bem pelo contrário: no direito espanhol, o disposto no artigo 367 da LSC, sem correspondência no ordenamento jurídico português, tem essa função – e a aplicação da norma pelos tribunais, como ficou exposto, mais não faz do que reforçar a função sancionatória desta responsabilidade por dívidas.

Pelo que se conclui pela afirmação de que a responsabilidade concursal, tal como está prevista no artigo 189.º do CIRE, é uma responsabilidade extracontratual por factos ilícitos, com uma função mista: ela tem necessariamente uma função resarcitória, mas também se pode afirmar, sem dúvida, a sua função sancionatória. E trata-se de uma responsabilidade regulada em termos que visam, estritamente, atender à satisfação dos interesses dos credores da sociedade insolvente (sem curar da tutela dos interesses da própria sociedade e dos seus sócios, enquanto tais).

b) a interpretação do n.º 4 do artigo 189.º e o montante da indemnização

Um sentido útil possível para o n.º 4 do artigo 189.º é o de lhe atribuir a função de impedir que a responsabilização das pessoas afectadas não venha a ressarcir, afinal, todos os prejuízos que resultem da causação ou agravamento da situação de insolvência da sociedade. Isto é, naqueles casos em que o prejuízo sofrido pelos credores sociais ultrapasse o montante dos seus créditos que a massa não consegue satisfazer, poderá admitir-se a hipótese de fazer as pessoas afectadas responder pela totalidade do dano causado – e, aí, justificar-se-á a referência do texto legal a “elementos necessários para calcular o montante dos prejuízos sofridos”, bem como a “critérios a utilizar para a sua quantificação”. Esta possibilidade existe, desde logo, porque o não pagamento pontual aos credores sociais, sobretudo no caso de se tratar de empresas, pode causar danos mais extensos do que aqueles que a lei faz decorrer da mora; por exemplo, uma empresa credora, em virtude da falta de pagamento do devedor, teve de obter financiamento em condições particularmente onerosas, ou não conseguiu ela própria satisfazer as suas obrigações e ficou em situação de insolvência. Simplesmente, esta interpretação está comprometida pela análise do elemento histórico, concretamente dos trabalhos preparatórios: parece evidente que a incompatibilidade entre o alcance dos dois textos legais em análise resulta do facto de o legislador ter alterado a redação que, no Anteprojecto de diploma de alteração do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, de 24 de Novembro de 2011, recebia a alínea e) do n.º 2 do artigo 189.º. Previa-se, aí, que as pessoas afectadas fossem condenadas “a indemnizarem os credores do devedor declarado insolvente pelos prejuízos que estes hajam sofrido” (numa evidente expressão da função resarcitória que se pretendia atribuir à indemnização). Com a redacção final, o legislador quis claramente afastar-se dessa orientação, determinando que as pessoas afectadas estarão obrigadas a satisfazer os credores do insolvente “no montante dos créditos não satisfeitos”. Todavia, não acompanhou essa alteração da necessária adaptação do disposto no n.º 4, a fim de o tornar conforme com o disposto na alínea e) do n.º 2. Assim sendo, o recurso ao elemento histórico aponta para uma interpretação do texto deste n.º 4 que torne o sentido da norma conforme com o sentido da alínea e) do n.º 2⁸³.

Outro sentido possível (e talvez o mais provável) a retirar desta norma é o de ela se referir exclusivamente à determinação do valor que cabe a cada um dos afectados satisfazer – sendo a responsabilidade entre eles solidária,

⁸³ Neste sentido, cfr. CATARINA SERRA, *O Regime Português da Insolvência*, Almedina, Coimbra, 2012, pág. 82.

existirá o consequente direito de regresso; ora, é para que cada um dos afectados pela qualificação da insolvência como culposa saiba qual o montante dos créditos não satisfeitos que terá de suportar que se torna necessário que o juiz lhes fixe “o valor das indemnizações devidas” ou, se o tribunal ainda não estiver em condições de apurar o montante global dos créditos que ficam por satisfazer, “os critérios a utilizar para a sua quantificação”. Com a formulação legal, tal como resulta estritamente da letra do preceito, parece que o juiz, se não puder fixar “o valor das indemnizações devidas” por cada um dos afectados, apenas está obrigado a fixar que para a sua quantificação será tido em conta o respectivo grau de culpa, ou a medida da sua participação nos factos relevantes para a qualificação da insolvência – em ambos os casos, exemplos de “critérios a utilizar” para a quantificação, o que não serve o propósito da lei, dada a incerteza que uma tal decisão judicial importaria. Simplesmente, em bom rigor, à luz desta interpretação só faria sentido que a norma dispusesse que o juiz deve fixar a percentagem que cabe a cada um, tendo em conta os critérios que utilizou para a determinar – como, nomeadamente, o grau das respectivas culpas (que deve estar fixado na sentença que qualifica a insolvência como culposa).

Ainda é possível atribuir ao n.º 4 do artigo 189.º o sentido útil de prever que o juiz deverá, na sentença que qualifique a insolvência como culposa, fixar o valor da indemnização devida a cada um dos credores⁸⁴. Neste caso, a referência aos critérios a utilizar para a quantificação em liquidação de sentença deverá entender-se também relativa à própria verificação e graduação de créditos. A verdade é que apenas com a liquidação se poderá determinar o montante exacto dos créditos que a massa não consegue satisfazer⁸⁵.

Se a função da responsabilidade concursal fosse estritamente resarcitória, o montante da indemnização a pagar pelos administradores cuja actuação tenha causado ou agravado a insolvência deveria ser o do dano que esse ilícito tenha efectivamente causado aos credores sociais: o da diferença entre o valor que teriam recebido caso não tivesse existido a actuação ilícita e aquele que a massa insolvente veio efectivamente a satisfazer. Todavia, esta solução apresenta algumas dificuldades, como o da dificuldade que os credores encontrariam em determinar esse montante e, sobretudo, em demonstrar que ele se ficou a dever ao referido facto. Para obviar a este inconveniente, poderia, por exemplo, estabelecer-se o carác-

⁸⁴ É este o entendimento de ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pág. 390.

⁸⁵ Também com este entendimento, cfr. ADELAIDE MENEZES LEITÃO, “Insolvência culposa e responsabilidade dos administradores na Lei n.º 16/2012”, cit., pág. 279.

ter supletivo da norma que determina que o montante da indemnização corresponde à totalidade dos créditos que a massa não consiga satisfazer, ficando a mesma afastada no caso de os responsáveis conseguirem provar que o dano realmente sofrido em consequência daquela actuação é inferior e demonstrar que ele corresponde, concretamente, a um determinado montante, calculado em função da diferença entre a situação actual e a situação que existiria no caso de eles terem cumprido pontualmente as suas obrigações.

Por outro lado, a lei esclarece que os condenados a indemnizar os credores da sociedade respondem “até às forças dos respectivos patrimónios”. O significado desta expressão tem sido discutido⁸⁶, mas parece-nos que o único sentido útil será o de excluir que os condenados possam ser, eles próprios, declarados insolventes por os respectivos patrimónios não lhes permitirem cumprir integralmente a obrigação em causa⁸⁷.

Na doutrina portuguesa, defende-se que estarão em causa, apenas, os créditos sobre a insolvência – e já não os créditos sobre a massa, uma vez que o respectivo fundamento é ulterior à data da declaração de insolvência⁸⁸. Ora, não é esta a solução que agora decorre do disposto na *Ley Concursal*, como ficou exposto *supra*.

c) quem deve ser condenado a indemnizar

Também a questão de saber quem deve ser condenado a indemnizar está indissociavelmente ligada à determinação do carácter da responsabilidade concursal. Por outras palavras: entendida a responsabilidade concursal como responsabilidade delitual, à qual cabe uma função exclusivamente resarcitória, então a resposta só pode ser a de considerar que apenas devem ser condenadas a responder aquelas pessoas afectadas às quais pode ser imputada a actuação que, especificamente, causou dano

⁸⁶ Cfr. RUI PINTO DUARTE, “Responsabilidade dos administradores: coordenação dos regimes do CSC e do CIRE”, in *III Congresso de Direito da Insolvência*, coord. Catarina Serra, Almedina, Coimbra, no prelo; ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pág. 388.

⁸⁷ Neste sentido, Luís MENEZES LEITÃO, *Direito da Insolvência*, 5.^a ed., Almedina, Coimbra, 2015, pág. 255. Com interpretação diversa, cfr. os autores citados na nota anterior, *ibidem*: a norma nada acrescentaria, então, ao disposto no artigo 601.^º do Código Civil, que determina que pelo cumprimento da obrigação respondem todos os bens do devedor susceptíveis de penhora.

⁸⁸ Neste sentido, cfr. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pág. 388.

aos credores sociais⁸⁹; todavia, se for de entender que a responsabilidade concursal tem outra natureza, ou função sancionatória⁹⁰, a solução poderá ser diferente.

⁸⁹ E, aqui, podem levantar-se várias outras questões, nomeadamente a que respeita ao facto de apenas poderem ser afectadas pela qualificação aquelas pessoas que tenham exercido as funções indicadas na lei nos dois anos anteriores à insolvência. Ora, sendo certo que pode ter ocorrido facto causador da insolvência num momento anterior a esses dois anos, parece que, embora a insolvência seja culposa, as pessoas que praticaram os factos que o determinam não poderão ser afectadas pela qualificação. Nestes casos, caberá o recurso aos mecanismos jus-societários de responsabilidade social. Cfr. JESÚS QUIJANO GONZÁLEZ, "La responsabilidad concursal tras la Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal", cit., pág. 57.

⁹⁰ Em nosso entender, quem quiser identificar nesta responsabilidade uma função sancionatória admitirá a responsabilização de todos aqueles a quem podem ser imputados actos que determinem a qualificação da insolvência como culposa, porque se trata sempre de actos que, pelo menos abstractamente, são aptos para causar ou agravar a insolvência da sociedade; e responderão pelo défice da sociedade, na medida em que deverão assegurar a satisfação dos credores sociais relativamente àqueles montante que a própria sociedade devedora não consiga satisfazer. Por seu turno, se se entender que a responsabilidade concursal se destina estritamente a cumprir uma função resarcitória, só pode admitir-se a responsabilização daquelas pessoas, de entre as afectadas pela qualificação da insolvência como culposa, às quais possam ser imputados actos cuja prática se tenha revelado, no caso concreto, causadora do dano sofrido pelos credores sociais, ou seja, actos que se comprove terem constituído causa adequada do facto de os credores sociais não serem integralmente satisfeitos pela massa insolvente; neste caso, as mesmas pessoas apenas serão chamadas a responder para reparar o dano que comprovadamente tenham causado, pelo que o montante no qual venham a ser condenadas pode ser inferior ao montante dos créditos não satisfeitos, uma vez que para este podem ter contribuído outras causas, alheias à prática dos actos que originaram a qualificação da insolvência. Todavia, em sentido diferente, cfr. MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA/DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, "La responsabilidad concursal de los administradores (a propósito del voto particular a la STS 21.5.2012)", cit., pág. 215, para quem "a imputabilidade também é um requisito da responsabilidade-sanção", pelo que as diferenças entre a função desta responsabilidade apenas deveriam ser analisadas no plano no nexo de causalidade entre os actos praticados pelas pessoas afectadas pela qualificação e o dano sofrido pelos credores sociais. Ora, à luz do disposto no CIRE, o juiz deve identificar as pessoas afectadas e condená-las à cobertura do passivo da sociedade, mesmo que a existência deste passivo não seja imputável a todas essas pessoas. Concretizando: para a doutrina espanhola (segundo o exposto na declaração de voto ao acórdão STS de 21 de Maio de 2012), factos como a ausência de contabilidade organizada ou a existência de deficiências ao nível da documentação, previstos nos números 1º e 2º do artigo 164.2 como causas da qualificação da insolvência como culposa, não são aptos para gerar ou agravar, autonomamente, a insolvência da sociedade – quando muito, pode afirmar-se que podem impedir o conhecimento de tal causação ou agravamento; então, concluem os mesmos autores, essas causas de qualificação da insolvência como culposa não geram responsabilidade concursal. Cfr. MARÍA ISABEL HUERTA VIESCA/DANIEL RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, "La responsabilidad concursal de los administradores (a propósito del voto

Pois bem, é certo que, à luz do que resulta do texto da lei (alínea d) do n.º 2 do artigo 189.º), o juiz “deve” condenar as pessoas afectadas a indemnizarem os credores sociais, “sendo solidária tal responsabilidade entre todos os afectados”.

Ou seja, o legislador português impõe que o juiz condene todas as pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa, sem excepção, a indemnizarem os credores sociais, podendo até uma delas ser obrigada a satisfazer totalmente o “montante dos créditos não satisfeitos”. E uma vez que a responsabilidade é solidária, cada uma das pessoas condenadas poderá ter de responder em medida maior do que aquela que lhe caberia (até à totalidade dos créditos não satisfeitos, com o limite das “forças do seu património”), podendo depois, nesse caso, exigir dos restantes condenados, em via de regresso, os montantes da indemnização que lhes coubessem. Como resulta do que ficou exposto *supra*, a lei portuguesa afasta-se, nestes pontos, do que está hoje expressamente consagrado no direito espanhol.

Por outro lado, se apenas a actuação dos administradores, de direito e de facto, determina a qualificação da insolvência como culposa – e a actuação dos técnicos oficiais de contas ou dos revisores oficiais de contas (ou outros, uma vez que a lei utiliza o vocábulo “nomeadamente”) não releva para que a insolvência seja considerada culposa⁹¹ –, é certo

particular a la STS 21.5.2012)”, cit., pág. 218. Ao invés, à luz do disposto no CIRE, a insolvência que tenha sido qualificada como culposa em virtude da ocorrência do previsto na alínea h) do n.º 2 do artigo 186.º (o não cumprimento, em termo substancial, da obrigação de manter contabilidade organizada, a manutenção de uma contabilidade fictícia ou de uma dupla contabilidade, ou a prática de irregularidade grave com prejuízo relevante para a compreensão da situação patrimonial e financeira da sociedade devedora), ou até da alínea i) do mesmo número (o não cumprimento, pelo devedor, de forma reiterada, dos deveres de apresentação e de colaboração até à data da elaboração do parecer referido no nº 2 do artigo 188.º) ou da alínea b) do nº 3 (o não cumprimento da obrigação de elaboração das contas anuais, no prazo legal, da respectiva submissão à devida fiscalização ou do seu depósito na conservatória do registo comercial), além de tornar a insolvência culposa, leva necessariamente (“o juiz deve”) a que as pessoas afectadas pela qualificação sejam condenadas a “indemnizar” os credores da sociedade insolvente “no montante dos créditos não satisfeitos” – ora, em qualquer das situações descritas, não existe qualquer relação, ainda que presumível, entre a prática dos factos e a insatisfação dos créditos, pelo que não é necessária a existência de um nexo causal entre facto e dano para que exista responsabilidade concursal, como imporia, necessariamente, a sua natureza resarcitória.

⁹¹ De facto, é isso o que parece decorrer da redacção do artigo 186.º, quando conjugado com o disposto na alínea a) do n.º 2 do artigo 189.º: a actuação de técnicos oficiais de contas e de revisores oficiais de contas, só por si, não pode levar a que a insolvência seja qualificada como culposa; mas, se a insolvência for culposa, estas pessoas (e outras) podem ser identificadas e sujeitas às consequências previstas no artigo 189.º do CIRE. Mas o tema

que também os técnicos oficiais de contas, os revisores oficiais de contas e outras pessoas estão sujeitos aos efeitos da qualificação da insolvência como culposa, o que poderá fazer sentido nos casos em que essa qualificação seja tipicamente consequência do incumprimento ou do deficiente cumprimento das obrigações da sociedade que assentem no competente exercício das funções do órgão de fiscalização⁹².

Contudo, para que estas pessoas (que não são administradores, de direito ou de facto, da sociedade insolvente) possam ser afectadas pela qualificação da insolvência como culposa será necessário que estejam verificados os pressupostos que determinam a afectação dos próprios administradores, de direito ou de facto, da sociedade: que tenham agido com dolo ou culpa grave e que a sua actuação nos três anos anteriores ao início do processo de insolvência tenha contribuído para a insolvência da sociedade, ou a tenha agravado, e que ela tenha tido lugar⁹³.

Também neste ponto a lei portuguesa se afasta do exemplo espanhol, uma vez que na *Ley Concursal* não se prevê a condenação de técnicos oficiais de contas ou de revisores oficiais de contas e, por outro lado, se estabelece a possibilidade de responderem, além dos administradores de direito e de facto, os directores gerais e os sócios, verificados que estejam os pressupostos para essa responsabilização (embora seja sempre possível, em nosso entender, incluir estas pessoas no leque daquelas que podem ser identificadas na sentença que qualifique a insolvência como culposa, nos mesmos termos em que o podem ser os técnicos oficiais de contas e os revisores oficiais de contas, por força da letra da alínea a) do n.º 2 do artigo 189.º, que deixa claro ser a enumeração nela contida meramente exemplificativa).

Para as situações em que tenha sido aprovado um *plano de insolvência*, a alínea c) do artigo 197.º determina expressamente que, salva previsão em contrário do próprio plano de insolvência, o seu cumprimento exonera “o devedor e os responsáveis legais” da totalidade das dívidas da insolvência

não é isento de controvérsia: em sentidos distintos, cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. I, 9.ª ed., Almedina, Coimbra, 2013, pág. 143, e ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pp. 380 ss..

⁹² Cfr. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pp. 380 ss..

⁹³ ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pág. 383 considera ainda as situações em que estas pessoas tenham colaborado com os administradores, de direito ou de facto, da sociedade insolvente, na criação ou agravamento da situação de insolvência, ou em qualquer das actuações destes previstas no artigo 186.º, n.ºs 2 e 3. Nestes casos, parece-nos que estaremos sempre reconduzidos ao preenchimento dos requisitos expostos: essa colaboração, com dolo ou culpa grave, nos três anos anteriores à declaração de insolvência da sociedade, há-de necessariamente ter contribuído para a causação ou agravamento da insolvência da mesma.

remanescentes (pelo que, em caso de incumprimento, não existirá a referida “exoneração”), acrescentando o artigo 218.⁹ que a moratória ou o perdão previstos no plano ficam sem efeito nos casos de incumprimento do plano e nos termos nele estabelecidos⁹⁴. Cabe determinar se ficam também exoneradas aquelas pessoas afectadas pela qualificação da insolvência como culposa que devem ser condenadas a indemnizar os credores do devedor. Neste ponto, é importante considerar, com Soveral Martins, que o disposto na alínea e) do n.º 2 do artigo 189.⁹ do CIRE também se aplica se foi aprovado e homologado um plano de insolvência, quando existam créditos por satisfazer – uma vez que o texto da alínea c) do artigo 197.⁹ apenas exonera, quando o plano de insolvência tenha sido cumprido, o próprio devedor e os seus responsáveis legais (qualificação que não cabe a todos aqueles que devem estar sujeitos ao regime de responsabilidade concursal) da totalidade das dívidas da insolvência remanescentes.

d) a quem deve ser paga a indemnização

Outra questão discutida é a de saber a quem deve ser paga a indemnização, ou seja, se ela deverá ser directamente paga aos credores, ou integrar a massa insolvente⁹⁵. Afirma-se ser certo que o estrito respeito pelo

⁹⁴ Também aqui, a menos que exista disposição expressa no plano de insolvência em sentido diverso.

⁹⁵ A verdade é que a análise de outros ordenamentos jurídicos permite verificar a existência de divergências neste aspecto de regime. Na *Insolvenzverschleppungshaftung* do direito alemão, a responsabilização de gerentes e administradores assenta num dever de apresentação pontual da sociedade à insolvência e consiste numa responsabilidade externa, ou seja, trata-se de uma responsabilidade pela qual os condenados respondem directamente perante os credores sociais. Os direitos de cada um destes credores apenas podem ser exercidos pelo administrador da insolvência, no processo de insolvência da sociedade devedora. Mas para os credores cujos créditos se constituíram já depois do momento em que a sociedade deveria ter sido apresentada à insolvência tem sido defendida e aplicada solução distinta desta última – aqui, o dano a ressarcir será o dano da confiança, ou seja, o dano que resulta do facto de esses credores terem contratado com uma sociedade insolvente enquanto confiavam na sua solvência. Nestes casos, cabe a cada credor exercer individualmente os seus direitos, no processo de insolvência da sociedade devedora. Sobre o tema, cfr. MICHAEL STÖBER, “*Insolvenzverschleppungshaftung in Europa*”, cit., pp. 335 ss.. Por seu turno, pela *wrongful trading* do direito britânico (expressamente prevista na *section 214* do *Insolvency Act 1986*) e na ausência de uma obrigação legal expressa de apresentação da sociedade à insolvência, os membros do órgão de administração devem ressarcir o património social (mais precisamente, a massa insolvente, uma vez que a acção tem lugar apenas quando haja lugar à liquidação) pelo montante dos danos causados pela sua actuação, pelo que se trata de uma responsabilidade interna que, indirectamente, vai, tutelar os interesses dos credores sociais, sem distinção entre os credores que já o eram antes de a sociedade estar insolvente e aqueles cujos créditos nasceram depois desse momento. Cfr.

princípio *par condicio creditorum* justifica a segunda solução; todavia, se se interpretar o n.º 4 do artigo 189.º como impondo ao juiz que fixe o montante da indemnização a pagar a cada credor, o respeito por esse princípio está assegurado, pelo que aparentemente nada obstaria ao pagamento directo a cada credor. Mas isto só será exactamente assim se existir apenas uma pessoa afectada pela qualificação e se o património dessa pessoa se revelar suficiente para pagar todos os créditos que a sociedade devedora não consiga satisfazer. De outro modo, será quase impossível determinar o que cabe a cada afectado pagar a cada credor, pois embora a responsabilidade de todos os afectados seja solidária, é provável que o património de cada um deles não seja suficiente para satisfazer todos os credores. Assim, existiria o perigo de que alguns credores fossem integralmente ou preferentemente pagos, em detrimento de outros – perigo que apenas a “centralização” deste processo na figura do administrador da insolvência vai permitir evitar. Em conclusão, deve entender-se que as pessoas afectadas pela qualificação devem ser chamadas a pagar a indemnização à massa insolvente, a fim de que os credores sociais sejam, depois, proporcional ou integralmente satisfeitos⁹⁶.

O nosso legislador, em tantos aspectos inspirado, na matéria, no direito espanhol, não acolheu também neste ponto a orientação que resulta das mais recentes alterações ao seu regime, porquanto se estabelece hoje expressamente que a indemnização integra a massa insolvente, como ficou exposto *supra*.

Outro dos aspectos relativamente ao qual o legislador pátrio não seguiu esse exemplo quando, em nosso entender, deveria ter seguido, é o da adopção de medidas que permitam impedir, na medida do possível, a delapidação do património por parte dos condenados a responder: não se cuidou de assegurar a conservação da garantia patrimonial que constituem os patrimónios das pessoas afectadas pela qualificação, como acontece noutras quadrantes, o que pode comprometer a eficiência desta solução.

JOHN DAVIES, *A Guide to directors' responsibilities under the Companies Act 2006*, Association of Chartered Certified Accountants, 2007, in <http://www.accaglobal.com/content/dam/accaglobal/PDF-technical/business-law/tech-tp-cdd.pdf>, pp. 89 ss.; MICHAEL STÖBER, “Insolvenzverschleppungshaftung in Europa”, cit., pp. 327 ss..

⁹⁶ Isto, enquanto não tiver havido o encerramento do processo de insolvência (a partir desse momento, rege o artigo 233.º, n.º 1, alíneas c) e d)). A este propósito, tem havido entendimento na doutrina. Cfr. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Um Curso de Direito da Insolvência*, cit., pág. 389; RUI PINTO DUARTE, “Responsabilidade dos administradores: coordenação dos regimes do CSC e do CIRE”, cit..

e) a articulação entre a responsabilidade societária e a responsabilidade concursal

Neste ponto, é forçoso concluir que o papel das normas que, no Código das Sociedades Comerciais, prevêem e regulam a responsabilidade dos administradores não se esgota sempre que a sociedade esteja insolvente: desde logo, porque é a própria lei a determinar que é ao administrador da insolvência que compete instaurar ou fazer seguir as acções de responsabilidade contra gerentes e administradores, de direito e de facto, sempre que a sociedade esteja insolvente⁹⁷.

E esse papel é tanto mais importante quanto é certo que a responsabilidade dos administradores no quadro do direito societário apenas prescreve no prazo de cinco anos a contar do termo da actuação ilícita e danosa (ou da sua revelação, se ela tiver sido ocultada), enquanto a responsabilidade concursal só poderá existir quando resulte de actuação ocorrida nos três anos anteriores ao início do processo de insolvência⁹⁸.

Por seu turno, na insolvência, a indemnização tem como limite o montante dos créditos não satisfeitos. É certo que o dano sofrido pelos credores com a actuação dos condenados a indemnizar por ser inferior, mas pode ser superior. Neste último caso, existe a possibilidade de recurso às regras de responsabilidade dos administradores consagradas no Código das Sociedades Comerciais, para o efeito de os fazer responder pela diferença entre ambos os montantes.

Finalmente, na insolvência, o sócio controlador apenas pode ser condenado a responder se, *in casu*, puder ser considerado administrador de facto ou se, nos termos expostos (à luz do que permite, na enumeração constante na alínea a) do n.º 2 do artigo 189.º do CIRE, o emprego da palavra “nomeadamente”), puder ser identificado na sentença que qualifique a insolvência como culposa. Ora, se isto, *in casu*, não se mostrar possível e o património dos condenados a indemnizar no quadro da responsabilidade concursal não for suficiente para reparar os danos sofridos pelos credores, apenas o recurso à acção social de responsabilidade e a consequente condenação dos administradores, por esse efeito,

⁹⁷ Cfr. o disposto no artigo 82.º, n.º 2, do CIRE. Também o artigo 78.º, n.º 4, do CSC determina que, em caso de falência da sociedade, os direitos dos credores podem ser exercidos, durante o processo de insolvência, pela administração da massa insolvente – e a norma deve ser interpretada com o sentido de que esses direitos *devem* ser exercidos pela administração da massa insolvente. Neste sentido, cfr. o nosso *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, cit., pp. 484 ss..

⁹⁸ Cfr. o artigo 174.º, n.º 2, do CSC, e o artigo 186.º, n.º 1, do CIRE.

permitirá que se preencha o requisito de que o artigo 83.º do CSC faz depender a responsabilidade do sócio controlador que consiste em ser o administrador responsável para com a sociedade nos termos da lei societária.

RESUMO: O presente artigo pretende apresentar a um leitor familiarizado com as estruturas societárias-comerciais dos direitos europeus-continentais os institutos jurídicos do ordenamento britânico funcionalmente equivalentes daquelas, com dois enquadramentos, necessários à sua boa compreensão: um, histórico, que permite explicar o atual quadro "societário" britânico, e, o outro, de consideração dos enquadramentos sistemáticos relevantes no âmbito do sistema matriz do *Common Law*.

Palavras-chave: Reino Unido, 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 UK system, within two frameworks, necessary to its understanding: one, historical, that accounts for the current British corporate frame and the other, that considers the relevant systematic frameworks within the matrix of the Common Law jurisdictions.

Keywords: United Kingdom, Company, Partnership, Partner.

JOÃO ESPÍRITO SANTO*

O sistema «societário» inglês

1. Introdução

1.1. Matrizes associativas

As estruturas jurídicas que, no ordenamento jurídico inglês, podem considerar-se funcionalmente equivalentes aos institutos societários do continente europeu reconduzem-se às chamadas *partnerships*, por um lado, e às *companies*, por outro (embora, neste último caso, apenas parcialmente)¹⁻²; os caracteres fundamentais que historicamente tendem

* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

¹ Por *ordenamento jurídico inglês* referimos o sistema de direito desenvolvido no Reino de Inglaterra pelos tribunais régios (*Common Law* em sentido restrito), que, por via da colonização inglesa, constituiu a matriz de outros, espalhados pelo mundo, como o norte-americano e o australiano; quanto à designação *Reino de Inglaterra*, tenha-se presente que a mesma inclui a região do País de Gales, submetida por Eduardo I entre 1536 e 1542 e definitivamente incorporado na Inglaterra no reinado de Henrique VIII. O Reino de Inglaterra compôs, entre 1707 e 1800, uma união monárquica com o Reino da Escócia, oficialmente designada por *Reino Unido da Grã-Bretanha* (Tratado de União de 1707); a unificação pessoal das duas coroas deu-se em 1603, por sucessão de Jaime IV da Escócia na coroa de Inglaterra (Jaime I de Inglaterra). A designação oficial de *Reino Unido da Grã-Bretanha* seria alterada em 1801, por força do *Act of Union* da Grã-Bretanha com a Irlanda, para

a separar essas duas categorias residem na *personificação jurídico-coletiva*, ausente nas primeiras e presente nas segundas, e na necessidade de uma finalidade económico-lucrativa, característica das primeiras, mas não das últimas.

No ordenamento jurídico inglês a matriz da *subjetividade coletiva* é a chamada *corporation*, *legal entity*, *legal person* ou *body corporate*, que engloba personificações (*incorporations*) de fontes diversas (v.g., autorização régia ou parlamentar, genérica ou concreta)³. A esta categoria jurídica opõe-se a das *unincorporated associations* (não dotadas de personalidade jurídica, de que a *partnership* constitui uma espécie, e de podem referenciar-se, como outros exemplos, os *clubs* e as *scientific societies*)⁴.

1.2. *Partnership e company*

A *Partnership* e a *company* são referenciadas pela doutrina britânica como espécies de *business organizations*⁵. No processo de formação histó-

Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda; o domínio político dos ingleses sobre a Irlanda, com sucessivos avanços e recuos, fazia-se sentir, todavia, desde o século XII. Aquela designação alterar-se-ia novamente, em 1922, para *Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte*, por força da independência da Irlanda [do Sul; a Inglaterra manteve o seu domínio sobre a (então) designada Irlanda do Norte, constituída por seis condados do Norte de Ulster], reconhecida pelo Tratado de Londres (1921).

² Cfr. PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, 9.^a ed. (colab. de Eva Micheler), Sweet & Maxwell/Thompson Reuters, Londres, 2012, 3 e 4: “[a]lthough company law is a well-recognized subject in the legal curriculum and the title of a voluminous literature, its exact scope is vague since ‘the word company has no strictly legal meaning’ [a citação é do Juiz Buckley, na decisão do caso *Re Stanley* (1906)]. [...] The term ‘company’ implies an association of a number of people for some common object or objects. The purposes for which men and women may wish to associate are multifarious [...]. However, in common parlance the word ‘company’ is normally reserved for those associated for economic purposes, i.e. to carry on a business for gain”.

³ cfr. STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth’s Company Law*, 18.^a ed., 3-6, Sweet & Maxwell/Thompson Reuters, Londres, 2010; PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, cit., 35 e ss.; JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar’s Company Law* (colab. de Nigel E. Furey/Philip Wylie), 4.^a ed., Butterworths, Londres/Edimburgo/Dublin, 1998, 67 e ss.

⁴ Sobre o assunto, cfr., entre outros, JEAN WARBURTON, *Unincorporated associations: law and practice*, 2.^a ed., Sweet & Maxwell, Londres, 1992, *passim*; PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, ob. cit., loc. cit., 6 e ss.

⁵ Cfr., entre outros, JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar’s Company Law*, cit., 5; STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth’s Company Law*, ob. cit., 39 e ss.; PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, cit., 4.

rica de ambas, a primazia pertence à *partnership*, que deriva da *compagnia* medieval e cujo regime jurídico seria legalmente compilado no século XIX.

A categoria *company*, que se distribuiu modernamente por várias sub-categorias, é de formação moderna, constituindo o produto da diversificação de um núcleo histórico comum: a companhia colonial britânica, cuja experiência se inicia no final do século XVI.

A verificação que acaba de fazer-se permite traçar um paralelo histórico entre a evolução dos institutos societários do continente e os britânicos. Na verdade, descontados o trânsito oitocentista das companhias privilegiadas para o Direito Privado e o *alojamento* da sua *versão privada* nos Códigos Comerciais, no âmbito de um conjunto de tipos contratuais, que ocorreram apenas no direito continental, há entre ambas as tradições pontos de contacto, por um lado, no arco temporal da relevância dos esquemas de cooperação comercial assentes no *consensus perserverans* e, por outro lado, no emergir histórico do antecedente imediato dos esquemas comerciais associativos dotados de uma completa separação jurídico-económica relativamente às pessoas singulares que os compõem; se a isto se acrescentar a proximidade cronológica da criação da sociedade de responsabilidade limitada dos direitos continentais – iniciada pela Alemanha, em 1892 (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*), que os direitos lusófonos conhecem como *sociedade por quotas* – e da *sociedade limitada* inglesa (*limited company*; 1907), funcionalmente equivalentes, fica clara a proximidade entre as duas tradições⁶. A distinção, que firmámos noutro lugar, entre tipos societários romano-medievais e tipos societários modernos⁷ pode, com o esclarecimento de um lastro histórico diverso, considerar-se retrato fiel do atual sistema “societário” britânico.

1.3. Enquadramentos jurídico-formais

O direito societário-mercantil continental recolhe-se tradicionalmente à esfera de influência de um ramo de Direito – o Direito Comercial – com autonomia formal e material relativamente ao Direito privado comum: o Direito Civil⁸.

⁶ Sobre esta evolução, em ambas as experiências, cfr. João ESPÍRITO SANTO, *Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português*, Almedina, Coimbra, 2014, 327 e ss.

⁷ *Idem*, 100.

⁸ Exceção feita ao ordenamento jurídico italiano, no qual a autonomia formal do Direito Comercial desapareceu a partir da codificação de 1942. Não obstante isso, não falta quem sustente a manutenção da sua autonomia substancial, detetada agora com recurso à figura do *impreditore commerciale*. Mas, mesmo nos ordenamentos em que o Direito Comercial

Diversamente, o jurista inglês vê, por um lado no conjunto normativo regulador das *partnerships*, um sub-ramo do direito dos contratos (*contract law*), e, por outro lado, no conjunto regulador das *companies* (*company law*) um ramo de direito distinto do Direito Comercial (*comercial law*)⁹. O próprio Direito Comercial é frequentemente encarado como uma parte não autónoma do *general law of the land* – muito embora alguma doutrina procure demonstrar a sua autonomia substancial¹⁰ – e não exista unanimidade doutrinal sobre o seu conteúdo¹¹⁻¹².

mantém a sua tradicional autonomia formal e material também não faltam tendências doutrinais que advogam a autonomização formal de um *Direito da empresa*, que recolha as suas diversas facetas normativas e, portanto, também o direito societário-mercantil. Sobre o tema, cfr. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, Vol. I, Lisboa, 1998/99, 152 e ss. Uma concretização legislativa – setorial – desta tendência encontra-se no Código das Empresas Comerciais de Cabo Verde, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 3/99 de 29 de março.

⁹ Cfr. ROY M. GOODE, *Commercial Law*, 4.^a ed. (atualização de Ewan McKendrick), Penguin Books, Londres, 2010, 36, n. 20: “[i]n Continental Europe commercial law is considered to include company law, whereas English lawyers treat the latter as a distinct branch of law and regard commercial law as concerned primarily with transactions rather than with institutions”.

¹⁰ Cfr. ROY M. GOODE, *ob. cit.*, 36: “[t]here are, indeed, some who question whether commercial law is a subject at all, suggesting that the apparent monolith is in reality no more than the agglomeration of distinct subjects (sale, negotiable instruments, carriage of goods and the like) the boundaries of which may overlap but which otherwise share little in common beyond the underlying foundations of the law of contract. [...] unlike most civil law systems, English law does not possess a commercial code, nor does it formally subject transactions between merchants to a regime different from that of the ordinary civil law regulating transactions with or between non traders”. Cfr. também ROBERT BRADGATE, *Commercial Law*, Oxford University Press, Oxford, 2008, 3 e 4.

¹¹ Cfr. ROY M. GOODE, *ob. cit.*, 35: “[c]ommercial law is the branch of law which is concerned with rights and duties arising from the supply of goods and services in the way of trade”; (n. 19) “[i]t is conventional to treat commercial law as confined to personal property and the provision of services. But at certain points it is inescapably entwined with land law. Thus, title to goods may be lost through annexation to land, as a fixture. More important, services include the provision of finance, which is frequently secured on land by a mortgage or by a fixed or floating charge; and no treatment of commercial interests can be considered complete without at least some consideration of the nature of the floating charge and priority problems arising from conflicting security interests in land [...]”; (36) “[i]ts scope is not clearly defined, and no two textbooks adopt the same approach as to the spheres of commercial activity that ought properly to be included in a work on the subject.”

2. A Partnership

2.1. Elementos históricos

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, fornecido pelo *Common Law*¹³ e pela *Equity*¹⁴, sendo depois objeto de intervenções legislativas. Esse enquadramento jurídico encontra-se, ainda hoje, essencialmente, no *Partnership Act* de 1890, da autoria de Sir Frederick Pollock (que corresponde, fundamentalmente, à compilação das regras do *Common Law* e da *Equity* que já antes a regulavam)¹⁵, muito embora este não seja, reconhecidamente, o repositório de todas as questões colocadas pelo instituto, pelo que parte da sua regulação permanece no domínio do *Common Law* e da *Equity*.

A história da *partnership* funde-se parcialmente com a da *registered company*¹⁶ – sobretudo no período compreendido entre o início do século XVII e o fim da primeira metade do século XVIII –, podendo afirmar-se que a última evoluiu através da primeira, sem que isso tivesse importado a extinção desta.

A *partnership* conheceu em Inglaterra grande difusão enquanto a responsabilidade limitada pelo exercício comercial associado foi encarada como privilégio a conceder individualmente pelo Estado e, mesmo depois de ultrapassada esta fase da história da limitação da responsabilidade, não pode dizer-se que essa forma jurídica tenha encontrado a decadência, pois que a personificação concedida às *registered companies* – e, mais tarde, a limitação da responsabilidade dos seus sócios – foi sobretudo pensada para as atividades comerciais necessitadas de investimentos avultados, frequentemente com apelo à subscrição pública.

O verdadeiro declínio da *partnership* iniciar-se-ia em 1907, com o reconhecimento legislativo da *private company* – no seguimento da tendência

¹² Sobre a evolução histórica do Direito Comercial inglês, cfr., entre outros, ROY M. GOODE, *ob. cit.*, 31 e ss.; ROBERT BRADGATE, *ob. cit.*, 9 e ss.

¹³ Sobre a formação do *Common Law* (sentido restrito), cfr., entre muitos outros, ARTHUR R. HOGUE, *Origins of the Common Law*, Liberty Press, Indianápolis, 1996, 185 e ss.

¹⁴ Sobre esta fonte histórica do direito britânico, cfr., entre muitos outros, PHIL HARRIS, *An Introduction to Law*, Butterworths/Lexis Nexis, 6.ª ed., Londres, 2002; PENNY DARBYSHIRE, *Darbyshire on the English Legal System*, 11.ª ed., Sweet&Maxwell, Londres, 2014.

¹⁵ Nesse sentido, entre vários outros, GEOFFREY MORSE, *Partnership Law*, 7.ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2010, 12; MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, 4.ª ed., Bloomsbury Professional, West Sussex, 2011, 4.

¹⁶ *Infra*, 3.2.

inaugurada pelo legislador alemão na *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, de 1892 –, que associava as vantagens de uma estrutura jurídica adaptada à pequena e média empresa, a personificação e a responsabilidade limitada dos sócios.

A batalha pela limitação da responsabilidade determinaria também, igualmente em 1907, a aprovação do *Limited Partnerships Act*, uma estrutura jurídica que apresenta semelhanças com a sociedade em comandita simples do continente, por dispor de sócios com responsabilidade limitada e sócios de responsabilidade ilimitada. A *limited partnership* estaria, todavia, condenada ao insucesso, já que, permitindo embora a limitação da responsabilidade de alguns dos seus *partners* (*limited partners*; os sócios de responsabilidade ilimitada designam-se *general partners*), não lhes permitia uma efectiva participação na gestão da *partnership*, sob pena de se tornarem ilimitadamente responsáveis perante os *credores da atividade*. Esta forma jurídica não estava, assim, em condições de concorrer com a *private company*, já que a última associava a responsabilidade limitada com a possibilidade de uma gestão efetiva pelos (todos os) seus sócios¹⁷.

A introdução no ordenamento britânico da *limited partnership* geraria uma dualização, que se mantém até à atualidade, entre *general* e *limited partnerships*; a distinção entre ambas situa-se no âmbito da responsabilidade dos *partners*, que é ilimitada para todos no caso da *general partnership* e, tratando-se da *limited partnership*, é ilimitada para alguns (*general partners*) e limitada para outros (*limited partners*). A *partnership* apresenta, assim, no direito britânico, um género (estrutura associativa, não personificada, constituída para o exercício de uma atividade económica-lucrativa¹⁸), ao qual se reconduzem as duas espécies assinaladas.

Mercê do que atrás se referiu sobre o surgimento da *limited company*, em 1907, durante grande parte do século XX, a *partnership* serviu essencialmente as necessidades associativas de certos exercícios profissionais liberais aos quais esteve longamente vedado o recurso à forma jurídica da *company* (v.g. *solicitors*, *accountants*, *stock exchanges*)¹⁹. Não vá sem assinalar-se, porém, que o quadro descrito sofreu uma modificação substancial em 2000, com a aprovação do *Limited Liability Partnership Act*, que criou uma nova estrutura associativa, dotada de personalidade jurídica e com responsabilidade limitada de todos os seus membros.

¹⁷ No mesmo sentido, GEOFFREY MORSE, *Partnership Law*, cit., 2; MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 7.

¹⁸ *Infra*, 2.2.

¹⁹ Cfr., entre outros, MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 6 e 7.

A generalidade da doutrina britânica atribui à *Limited Liability Partnership* uma *natureza híbrida*, com características de uma *company*, quanto ao relacionamento externo, e de uma *partnership*, nos âmbitos das relações internas e da dissolução²⁰. A qualificação de *híbrido* tem efetiva justificação no quadro do regime jurídico criado pelo *Limited Liability Partnership Act 2000* e justifica um tratamento autónomo dessa estrutura empresarial.

2.2. A general (unlimited ou ordinary) partnership

Conforme se referiu, a estrutura associativa (*general*) *partnership* continua, no essencial, a ser disciplinada por uma lei do século XIX: o *Partnership Act of 1890*²¹⁻²².

A *partnership* é definida na *section 1* [*subsection (1)*] como *uma relação entre [pelo menos duas] pessoas para o exercício em comum de uma atividade económica – business – com fim lucrativo – with a view of profit –*, não exigindo a lei forma especial para a sua constituição. Este último aspeto torna particularmente relevante – nas *partnerships by association, nas quais não se individualiza um ato constitutivo* – a determinação do que pode entender-se por *business*, expressão que a lei define, na *section 45*, como incluindo *every trade, occupation or profession*. Encontra-se claramente definido no *Common Law* que o *business* implica a existência de uma atividade económica comum [*Wise v. Perpetual Trustee Co. (1903)*]²³, precisando a lei que a mera comunhão de direitos não cria entre os seus titulares uma *partnership* [*section 2, subsection (1)*].

No que respeita ao requisito do *exercício comum da atividade*, o principal critério para determinar se uma pessoa participa ou não nessa atividade parece residir no *controlo da propriedade* ou *na gestão "de topo"*²⁴. Por último, quanto ao requisito do *fim lucrativo*, há muito que está também estabelecido que o mesmo deve entender-se em sentido restrito, o que afasta a admissibilidade da constituição da *partnership* para a obtenção de

²⁰ Neste sentido, entre outros, PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, cit., 6; MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 654.

²¹ Pertencem a esta lei as referências aos preceitos legais (*sections* e *subsections*) que se fazem neste número.

²² Sobre a malograda tentativa de 2003 de substituir esta lei, iniciativa conjunta da *Law Comission* (Inglaterra) e da *Scottish law Comission*, cfr. MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 7.

²³ Para outras concretizações, cfr. MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 26.

²⁴ GEOFFREY MORSE, *Partnership Law*, cit., 23.

uma mera *economia de meios* [*Coope v. Eyre* (1788)]. Não há, todavia, qualquer regra no *Common Law* ou na *Equity* – e, por isso, unanimidade de entendimentos – quanto à necessidade da *partilha do lucro* como elemento caracterizador da *partnership*. MORSE afirma, porém, que algumas decisões judiciais fornecem argumentos favoráveis a uma resposta positiva àquela questão²⁵. Muito embora a *section 2, subsection (1)*, se refira apenas aos lucros, entende aquele autor que nisso está implícita a *partilha* das perdas²⁶.

Sendo uma espécie de *unincorporated association*, a natureza da *partnership* é, pois, puramente contratual – o que determina a sua submissão aos princípios do *Common Law* sobre o direito dos contratos.

No seu contrato constitutivo (o chamado *deed*) – quando formal – podem encontrar-se, em regra, estabelecidos os direitos e deveres dos *partners* entre si e as suas relações com terceiros – no que tem aplicação o princípio da liberdade contratual (muito embora o *Act* forneça, no domínio das relações internas, diversas regras supletivas). Esse princípio sofre, contudo, algumas limitações no que respeita às relações da *partnership* com terceiros, decorrentes da *privacy of contract doctrine* (ineficácia do contrato perante terceiros)²⁷.

A gestão da *partnership* é assegurada, na ausência de expressa ou tácita indicação em contrário, por todos os *partners* [*section 24, subsection (5)*]. As relações com terceiros regem-se essencialmente pelos princípios do *agency law* desenvolvidos pelo *Common Law*, muito embora esse seja aí entendido num particular sentido: o de que cada um dos *partners* é, em simultâneo, representante e representado de cada um dos outros, podendo vinculá-los perante terceiros no âmbito dos poderes que detém e no quadro da atividade da *partnership* (*section 5*). A representação e a vinculação recíprocas implicam, todavia, a *determinação da extensão* dos poderes representativos de cada um dos *partners* e, nessa matéria, regem, uma vez mais, os princípios do *agency law*. Assim, a atuação representativa de um *partner* vinculará os restantes se houver sido exercida no âmbito da sua *actual (express ou implied)* ou *apparent* (neste caso fala-se também de *ostensible*) *authority* (ou *powers*). A *actual authority* nada mais implica do que a existência de um efetivo poder de representação, pelo que, se o ato em causa foi praticado no âmbito dos seus limites, não podem os restantes *partners* deixar de ficar por tal ato vinculados. As *implied* e *apparent authority* fundam-se, por seu turno, na tutela da aparência e determinam, no primeiro caso, a vinculação dos *partners* (e, em geral, do representado) se o que atuou

²⁵ GEOFFREY MORSE, *ob. cit.*, 24 e ss.

²⁶ *Idem*.

²⁷ Cfr. R. M. GOODE, *Commercial Law*, *cit.*, 107; ROBERT BRADGATE, *Commercial Law*, *cit.*, 96.

houver praticado um ato que cabe nos poderes *normais do tipo (status)* de representante em questão, ou seja, um ato que o terceiro normalmente reconheceria no âmbito dos poderes representativos daquele *tipo* de representante; já no segundo caso, a vinculação do representado (ou, no nosso caso, dos restantes *partners*) decorre do facto de este haver criado perante terceiros a aparência de que o representante (ou, no nosso caso, o *partner* que atuou) detém poderes para a prática de determinado ato ou tipo de atos. Como parece óbvio, a utilidade destas duas últimas categorias encerra-se nos casos em que, havendo *implied* ou *apparent authority*, não existe *actual authority*.

A vinculação que para o representado decorre da *implied* ou *apparent authority*, e que significa, afinal, a inoponibilidade a terceiros da inexistência de poderes efetivos de representação (*actual authority*) encontra, porém, duas limitações: o conhecimento pelo terceiro da inexistência de *actual authority* e a ignorância do mesmo de que a pessoa com quem negocia era um *partner* (section 5). Conexa com esta questão encontra-se a da oponibilidade externa das cláusulas do *deed* que limitem os poderes representativos dos *partners* ou dos *acordos internos* nesse sentido: tais limitações são inoponíveis ao terceiro se este as não conhecia (section 8). Esta solução baseia-se essencialmente na inexistência de um sistema de registo e publicidade dos *deed*, que permita aos terceiros tomar conhecimento dessas limitações, não impendendo sobre estes, em regra, qualquer ónus de investigação da existência desses limites (não existe, pois, neste domínio aquilo a que a doutrina chama uma *general constructive notice doctrine*).

A responsabilidade dos *partners* pelas obrigações contraídas no âmbito da atividade da *partnership* é ilimitada, sendo que qualquer cláusula do *deed* que implique a limitação dessa responsabilidade é ineficaz perante terceiros, mesmo que seja deles conhecida [*Rea, Fire and Life Insurance Co.* (1854)], o que não obsta à possibilidade de limitação dessa responsabilidade mediante estipulação expressa em negócio celebrado com o terceiro [*Hallet v. Dowdall* (1852)].

Nas sections 9 e 12 distinguia-se originariamente entre a responsabilidade obrigacional e a extra-obrigacional, sendo a primeira uma *joint liability* e a segunda uma *joint and several liability*. O critério da distinção residia no facto de, havendo apenas *joint liability*, o credor só poder exercer o seu direito de ação (tratando-se de uma e da mesma obrigação) contra os *partners* numa única ação; ao contrário, tratando-se de *joint and several liability*, poderia o credor exercer o seu direito de ação contra o conjunto dos *partners* ou apenas contra cada um deles. As consequências práticas da mesma foram demonstradas pela *House of Lords* no caso *Kendal v. Hamilton* (1879), no qual foi decidido que o credor, após ter acionado os *partners*

visíveis e não tendo conseguido a completa satisfação do seu crédito, viria mais tarde a descobrir a existência de um outro *partner* com património suficiente para a satisfação do remanescente, tendo-o accionado. A *House of Lords* decidiu, porém, não ser essa segunda ação admissível, já que, tendo accionado em primeiro lugar apenas os restantes *partners*, o credor havia *escolhido* acionar apenas os primeiros e que, consequentemente, precludira o seu direito de ação contra o último. Esta consequência viria porém a ser afastada pela *section 3* do *Civil Liability (Contribution) Act*, de 1978, na qual se dispõe que, nos casos de *joint liability* – obrigacional ou extra-obrigacional –, o exercício do direito de ação contra um dos co-obrigados não preclude o direito de ação contra os restantes²⁸.

2.3. A *limited partnership*

A *limited partnership*, como já foi referido, foi criada pelo *Limited Partnership Act*, de 1907, que continha apenas 17 *sections*. A lei foi objeto de reforma em 2009 [*Legislative Reform (Limited Partnership) Order 200971940*, que aditou as *sections* (A e 8B)].

No plano legislativo, a *limited partnership* foi concebida como mera variante da matriz *general partnership*, o que, aliás, se espelha na solução constante da *section 7* do *Limited Partnership Act*, que estabelece ser-lhe subsidiariamente aplicável o *Partnership Act* de 1890, bem como as *rules of equity and common law applicable to partnerships*.

Estruturalmente, a *limited partnership* é composta por dois tipos de sócios, os *general partners* e os *limited partners*, sendo os primeiros de responsabilidade limitada e, os segundos – obrigados à realização de uma entrada, em dinheiro ou bens diferentes de dinheiro –, de responsabilidade limitada ao montante das entradas subscritas [*section 4 (2)*]. Registe-se, todavia, que não há obstáculo legal a que os *general partners* sejam *companies* – e mesmo *limited companies* – detidas pelo(s) *general partner(s)*²⁹.

A lei estabelece um número máximo de *partners*: 20 [*section 4 (2)*].

Os *limited partners* não podem intervir na gestão da *partnership* – o que inclui quer a esfera decisória interna quer a esfera, representativa, externa

²⁸ As questões suscitadas nesta nota – mesmo as colocadas no âmbito do *agency law* – podem ler-se em GEOFFREY MORSE, *ob. cit.*, *passim*; os princípios fundamentais do *agency law* podem também encontrar-se em PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, cit., 181-183; ROBERT BRADGATE, *Commercial Law*, 125 e ss.

²⁹ Cfr. MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 623.

– sob pena de passarem a responder perante os credores da atividade associada nos mesmos termos de um *general partner* [section 6 (1), III].

A *limited partnership* está sujeita a registo, que é mantido pelos serviços registrais das *companies* (sections 5, 8 e 15).

Refira-se, a finalizar, que apesar de o número de *limited partnerships* registadas ser muito inferior ao correspondente de *private companies*, tem-se assistido recentemente ao seu acréscimo, mercê da atração que essa estruturação jurídica exerce em áreas específicas de financiamento comercial, como o *venture capital* e o *private equity*, assumido os investidores a qualidade de *limited partners*³⁰.

3. A Company

3.1. O quadro jurídico-sistemático do *Company Law*

As *companies*, cujo estatuto jurídico essencial se reúne atualmente no *Companies Act* de 2006³¹ – que revogou o *Companies Act* de 1985 –, constituem uma espécie de *corporate body*³² e um género em si mesmas, pois que a essa designação se recolhem diferentes institutos, com formação histórica diversa. Com efeito, a aquisição da personalidade jurídica (*incorporation*) pode resultar de decisão régia (*companies incorporated by Royal Charter* ou *chartered companies*) ou parlamentar (*companies incorporated by Parliament*). Na última categoria incluem-se as *statutory companies* e as *registered companies*³³; aquilo que fundamentalmente as separa é, em parte, a origem da *incorporation*, e, noutra parte, o *objeto* a prosseguir: as primeiras são *incorporated* através de uma decisão legislativa *concreta* – e que, portanto, só a cada uma delas respeita – ou *genérica* [neste último

³⁰ Cfr., entre outros, MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 626.

³¹ Sobre a preparação do diploma, o mais extenso da história legislativa britânica (1300 sections), cfr., entre outros, JOHN BIRDS/BRYAN CLARK/MATTEO SOLINAS/MICHAEL R. VARNEY/CHARLOTTE VILLIERS, *Boyle & Birds' Company Law*, Jordan Publishing, 9.^a ed., Bristol, 2014.

³² Cfr., entre outros, PHIL HARRIS, *An Introduction to Law*, cit., 113; JOHN BIRDS/BRYAN CLARK/MATTEO SOLINAS/MICHAEL R. VARNEY/CHARLOTTE VILLIERS, *Boyle & Birds' Company Law*, cit., 53 e ss.

³³ Cfr. STEPHEN D. GIRVIN/ SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 3: “[t]he term 'registered company' now means a company incorporated pursuant to the registration requirement laid down in the *Companies Act 2006*” (cfr. a section 1 do *Companies Act* de 2006); cfr. também PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, ob. cit., 85; JOHN BIRDS/BRYAN CLARK/MATTEO SOLINAS/MICHAEL R. VARNEY/CHARLOTTE VILLIERS, *Boyle & Birds' Company Law*, 90 e ss.

caso, atendendo a um objeto digno de especial proteção (*v. g.*, sociedades mutualistas, de que são exemplo as *building societies*)]³⁴⁻³⁵; as segundas, ou, melhor dizendo, os promotores da sua constituição, obtêm a *incorporation* exclusivamente pelo cumprimento de preceitos legais dotados de generalidade – e independentemente de o ente a constituir ter ou não uma finalidade económica –, cuja consequência jurídica é a constituição de um novo sujeito de direito³⁶.

As *registered companies*, por sua vez, apresentam diversas espécies. Nos termos das *sections 3 a 6* do *Companies Act* de 2006, a sua sistematização nuclear pode fazer-se com base em dois critérios: o da responsabilidade assumida pelos sócios e o da dicotomia *public/private company*³⁷. Segundo

³⁴ Cfr. a *section 1040, subsection (1), (b)*, do *Companies Act* de 2006. A *incorporation* destas *companies* pode resultar de uma decisão legislativa concreta (*Special Act*) ou do cumprimento das formalidades constitutivas previstas em disposições legislativas dotadas de generalidade (*General Public Acts*); sobre o assunto, cfr. PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, *ob. cit.*, 25 e 26; JOHN BIRDS/BRYAN CLARK/MATTEO SOLINAS/MICHAEL R. VARNEY/CHARLOTTE VILLEIERS, *Boyle & Birds' Company Law*, *cit.*, 8, que referem ter a legislação sobre as *building societies* evoluído no sentido de permitir a sua conversão em *public limited companies*.

³⁵ Cabe destacar, neste domínio, a aprovação, em 2004, no *Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act*, de uma estrutura jurídica personalizada denominada *Community Interest Company* (CIC), destinada a enquadrar em termos especiais a prossecução de atividades de interesse público ou de interesse privado coletivo, não caritativos, de finalidade não lucrativa.

³⁶ Cfr. o *Companies Act* de 2006, *section 7, (1), (b)*. A criação de uma *company* independentemente de uma autorização concreta, régia ou parlamentar, mediante o registo de um documento constitutivo, o *deed of settlement*, remonta ao *Companies Act* de 1844, que criou também o *register of companies*, serviço competente para emissão do *certificate of incorporation*, constitutivo da personalidade jurídica.

³⁷ As *registered companies* constituem-se atualmente, e desde 1856, pelo registo de dois documentos (o *memorandum of association* e os *articles of association*) junto do *register of companies*, bem como pela emissão do *certificate of incorporation*, constitutivo da personalidade jurídica. Todavia, no sistema implementado pelo *Companies Act* de 2006, inverteu-se a importância relativa que entre ambos se verificava, desde 1856, com o *memorandum* a perder importância relativa para os *articles*. Atualmente, nos termos do *Companies Act* de 2006, a *registered company* constitui-se: (i) pelo registo de um *memorandum of association*; este *memorandum* pode traduzir-se pelo ato constitutivo da *company*; o *memorandum* constitui uma declaração de que os subscritores pretendem constituir uma *company*, nos termos do *Companies Act* 2006, de que acordam em dela tornar-se membros e, no caso de uma *company* com capital estatutário, de que subscrevem, pelo menos uma ação (*sections 7 e 8*); (ii) por um requerimento de registo [o requerimento deve conter as seguintes menções (*section 9*): (a) a firma pretendida; (b) se a sede se localizará em Inglaterra e Gales ou apenas em Gales, na Escócia ou na Irlanda do Norte; (c) se a responsabilidade dos membros será limitada e, sendo-o, se é *limited by shares* ou *by guarantee*, e, (d) se será uma *private* ou uma *public company*; o requerimento deve ainda conter, (a) no caso de uma *company* com capital estatutário, a menção do capital e das ações (desenvolvido na *section 10*); (b)

o primeiro dos referidos critérios (*section 3*), a *company* pode ser *limited by shares* – neste modelo a responsabilidade de cada sócio é rigorosamente limitada ao valor da participação subscrita ou adquirida, não sendo, pois, de estranhar, que se trate do tipo societário mais corrente na prática –, *limited by guarantee* – aqui os sócios assumem uma responsabilidade mediata, que se encerra numa obrigação de contribuição até determinado montante, em caso de dissolução³⁸ – ou *unlimited*; neste último caso, e apesar de a sociedade ser dotada de personalidade jurídica, os sócios são ilimitadamente responsáveis perante os credores sociais³⁹.

Fundamentalmente, a categoria que corresponde aquilo que, no continente, poderíamos designar pelos *agentes económico-societários* de *Direito Privado* é constituída pelas *registered companies limited by shares*.

À dicotomia *public/private companies* faz referência a *section 4* do *Companies Act* de 2006, determinando que uma *public company* é uma *company limited by shares* ou *limited by guarantee* com *share capital*⁴⁰, desde que o seu *certificado de incorporação* declare tratar-se de uma *public company* e tenham sido cumpridas as determinações do *Act* ou dos anteriores *Acts* sobre o registo das *public companies*. A *private company* determina-se por exclusão de partes⁴¹.

no caso de uma *company limited by guarantee*, a declaração de garantia (desenvolvido na *section 11*); e, (c), uma declaração dos *officers* propostos (desenvolvido na *section 12*); o requerimento deve ainda conter a indicação do local no qual se situará a sede estatutária e uma cópia dos projetados *articles of association*, na medida em sejam afastados os modelos legais contidos no *Companies Act* (a prática legislativa desde que o sistema do registo dos dois documentos foi implementado, em 1856, é no sentido de serem incluídos nos *Companies Acts* *modelos de memorandum e articles of association* denominados *Schedules*); (iii) por uma declaração de conformidade (*statement of compliance*), de que as determinações legais sobre o registo foram cumpridas. Sobre o processo constitutivo da *company*, cfr., entre outros, PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, ob. cit., 86 e ss.; STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 64 e ss.; JOHN BIRDS/BRYAN CLARK/MATTEO SOLINAS/MICHAEL R. VARNEY/CHARLOTTE VILLIERS, *Boyle & Birds' Company Law*, cit., 89 e ss.

³⁸ Trata-se do modelo inspirador da sociedade por quotas portuguesa com a formulação do art. 198, n.º 1, do CSC. Sobre o assunto, cfr. RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, Vol. I, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 1993 (reimp.), I, 56.

³⁹ Sobre a referida classificação, cfr., entre outros, PAUL L. DAVIES/SARAH WORTHINGTON, ob. cit., 14 e ss.; JOHN BIRDS/BRYAN CLARK/MATTEO SOLINAS/MICHAEL R. VARNEY/CHARLOTTE VILLIERS, *Boyle & Birds' Company Law*, cit., 87 e ss.

⁴⁰ Por força do disposto na *section 1* (2) do *Companies Act* de 1980 deixaram de poder constituir-se *companies limited by guarantee with a share capital* com efeitos a partir de 22 de Dezembro de 1980, muito embora se admita a manutenção das constituídas até essa data. A solução consta atualmente da *section 1* (5) do *Companies Act* de 2006.

⁴¹ Este sistema de deteção das formas *public/private company* foi inaugurado pelo *Companies Act* de 1980, que transpôs para o direito interno a segunda Diretiva do Conselho da

A própria *section 4* (4) remete as duas principais diferenças entre as *public* e as *private companies* para a Parte 20 do *Companies Act 2006*: (i) a proibição, aplicável à *private company*, de negociação pública das participações sociais (*sections 755-760*) e (ii) a imposição, para as *public companies*, do capital mínimo de 50.000,00 libras esterlinas ou o equivalente em euros (*sections 761-767*)⁴², sendo de destacar que estas duas espécies de *companies* não se distinguem já, e por efeito do *Companies Act* de 2006 [*section 7* (1)], pelo número mínimo dos sócios, admitindo-se para ambas a unipessoalidade originária; antes de 2006, a unipessoalidade originária era apenas admitida para a *private company*, desde 1992, por efeito do *Companies (Single Member Private Limited Companies) Regulations*, de 1992, que aditou a *subsection 3A* ao *Companies Act* de 1985⁴³.

No plano das firmas, as da *public company* devem terminar com a expressão *public limited company* ou com a abreviatura *plc* (*section 58*)⁴⁴ e, as da *private company*, com a locução *limited* ou com a abreviatura *Ltd* (*section 59*)⁴⁵.

(então) CEE e como consequência dessa transposição. O sistema anterior a 1980, centrado na *section 28* do *Companies Act* de 1948 (mas que era o vigente desde a consagração da *private company*), apontava, precisamente, para o inverso: a *private company* delimitava-se positivamente, através do preenchimento cumulativo de três requisitos, que deveriam resultar dos *articles of association*: a) restrições à livre transmissibilidade das participações sociais; b) número de sócios limitado a cinquenta, e, c) proibição de oferta pública de ações (*shares*) ou obrigações (*debentures*); a *public company* detetava-se por exclusão de partes [*Companies Act* de 1948, *section 28* – (i) *For the purposes of this Act, the expression "private company" means a company which by its articles –/(a) restricts the right to transfer its shares; and/(b) limits the number of its members to fifty, not including persons who are in the employment of the company and persons who, having been formerly in the employment of the company, were while in that employment, and have continued after the determination of that employment to be, members of the company; and/(c) prohibits any invitation to the public to subscribe for any shares or debentures of the company*].

⁴² O montante legalmente fixado da equivalência em euros é de 65.000,00 €, nos termos do *Companies (Authorised Minimum) Regulations 2008*, SI 2008/279.

⁴³ *Companies Act* de 1985, *subsection 3A*: *Notwithstanding subsection (1), one person may, for a lawful purpose, by subscribing his name to a memorandum of association and otherwise complying with the requirements of this Act in respect of registration, form an incorporated company being a private company limited by shares or by guarantee.*

⁴⁴ No que se refere às *companies* incorporadas no País de Gales, a expressão e a abreviatura poderão ser, respetivamente, *cwmni cyfyngedig cyhoeddus* e *c.c.c.*; a exigência legal não é extensível às *community interest companies* (*section 6*).

⁴⁵ No que se refere às *companies* incorporadas no País de Gales, a expressão e a abreviatura poderão ser, respetivamente, *cyfyngedig* e *cyf*; a exigência legal não é extensível às *community interest companies* (*section 6*).

3.2. Elementos históricos

No *common law* sempre foi reconhecida à coroa britânica a faculdade de conceder personificação coletiva mediante *charters of incorporation*⁴⁶, tendo a mesma sido inicialmente utilizada na constituição de *entes* vocacionados para o exercício de atividades comerciais no século XIV⁴⁷. Esta prática tornar-se-ia comum no final do século XVI e no princípio do século XVII⁴⁸. Tratava-se do fenômeno das companhias coloniais – também conhecido na Europa continental da época –, de iniciativa mais pública do que privada⁴⁹, que ofereciam àqueles que nelas tinham *interesses* a dupla vantagem de partilharem os seus lucros com uma limitada assunção de risco. Esse risco limitado desenhava-se na responsabilidade perante a *company*, pelos montantes subscritos, e na irresponsabilidade perante os credores desta⁵⁰. Datam desse período a constituição da *Levant Company*, da *East India Company*⁵¹, da *Hudson's Bay Company* e da *South Sea Company*.

O século XVII inglês viria a assistir ao nascimento da chamada *joint stock company*, que forneceria os caracteres essenciais das modernas *companies*. A *joint stock company* – constituída inicialmente para a exploração

⁴⁶ Cfr. JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 16: “[t]he original purpose of incorporation by Royal Charter seems to have been to confer protection and status. The grant was often for charitable purposes such as the founding of a new college or incorporation of an existing college at Oxford or Cambridge”; cfr. também PAUL L. DAVIES/SARAH WORLTHINGTON, *Gower & Davies Principles of Modern Company Law*, cit., 22 e ss.; STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 6 e ss.

⁴⁷ Cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law* (colab. de D.D. Prentice), 6.ª ed., Sweet & Maxwell, Londres, 1997, 20.

⁴⁸ Cfr., entre outros, STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 7.

⁴⁹ Cfr. JOÃO ESPÍRITO SANTO, *Exoneração do sócio no direito societário-mercantil português*, cit., 41 e ss.; a ideia exposta no texto tem, todavia, maior cabimento na experiência continental do que na inglesa (sobre o assunto, cfr., entre outros, ARIBERTO MIGNOLI, “Idee e problemi nell’evoluzione della ‘company’ inglese”, in *Rivista delle Società*, 1960, Fasc. 4 e 5, 637 e ss.).

⁵⁰ A responsabilidade limitada dos membros de *corporations* constituídas para outros fins que não o exercício do comércio era já conhecida no século XV e terá sido eventualmente reconhecida às *corporations* de carácter mercantil em finais desse século, muito embora, segundo parece, encarada sobretudo como causa de desafetação do património da *corporation* ao cumprimento das obrigações particulares dos seus membros; são nesse sentido as decisões, já do século XVII, dos casos *Edmunds v. Brown & Tillard* (1668) e *Salmon v. The Hamborough Co.* (1671) [sobre o assunto, cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 21 e 22].

⁵¹ Cfr. JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 17: “[t]he East India Company was the first to combine incorporation, overseas trade and joint stock raised from the general public”.

do comércio monopolístico ultramarino⁵² – representava um avanço na cooperação e concertação comerciais relativamente às anteriores *regulated companies*⁵³, fundando-se nos princípios de uma atuação autónoma perante os seus sócios e de um património próprio para cuja formação aqueles contribuíam *jointly*⁵⁴. Tratava-se, assim, de alguns dos caracteres em que geralmente se reconhece a personalidade jurídica, e, de facto, as referidas *companies* só poderiam constituir-se por *Royal Charter* ou *Special Act of Parliament*⁵⁵.

Conseguir uma *incorporation* pelas suas únicas possíveis formas revelava-se todavia incerto, frequentemente moroso e bastante dispendioso, aspectos que não podiam encontrar-se mais distantes dos interesses das pessoas envolvidas no comércio. O divórcio entre as faculdades estuduais e os referidos interesses ditará então – em finais do século XVII e princípios do século XVIII –, por um lado, o aparecimento de um verdadeiro comércio de *Charters of Incorporation*⁵⁶ e, por outro lado, o nascimento e a proliferação de *sociedades*, também designadas por *joint stock companies*, que, nascendo à margem de qualquer *incorporation*, tinham, portanto, carácter exclusivamente contratual. Estas, apesar de designadas por *companies*, não

⁵² *Idem*.

⁵³ Nas quais cada sócio negocia as suas próprias mercadorias, com sujeição às regras da *company* e responsabilidade independente da *company* e dos restantes membros. A obtenção da *charter* tinha para as *regulated companies* a função essencial de garantia dos monopólios do comércio colonial. Sobre o assunto, cfr., entre outros, L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 19-21; STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 6; ARIBERTO MIGNOLI, "Idee e problemi nell'evoluzione della 'company' inglese", in *Rivista delle Società*, 1960, Fasc. 4 e 5, 637, n. 13. Reportando-se, porém, a duas *companhias* do século XV – a *The merchants of the Staple* e a *Merchant Adventurers* –, FERNAND BRAUDEL, *Civilização material, economia e capitalismo* (séculos XV-XVIII), II (Os jogos da troca) [trad. portuguesa de Telma Costa, a partir do original em língua francesa (*Civilisation matérielle, économie et capitalisme, Tome 2, Les jeux de l'échage, XVe-XVIIIe siècle*, Armand Colin, Paris, 1979)], Teorema, Lisboa, 1979, 395 e ss., deixa bem marcada a iniciativa privada das mesmas, cujos membros, "[...] não estiveram à espera da boa vontade da realeza de Inglaterra".

⁵⁴ Cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 20: "[...] the partnership principle of trading joint account was adopted by the regulated companies which became joint commercial enterprises [...]".

⁵⁵ Sobre a *incorporation by statute*, cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 18, n. 2. Os AA. afirmam que a possibilidade de atribuição da personalidade jurídico-coletiva através de um instrumento legislativo parece nunca ter sido questionada, muito embora tal prática só se tenha desenvolvido nos finais do século XVIII.

⁵⁶ Cfr., entre outros, STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 17; GIANLUCA LA VILLA, *L'oggetto sociale*, Giuffrè, Milão, 1974, 27.

beneficiavam de *incorporation*, não sendo, consequentemente, dotadas de personalidade jurídica; tratava-se na realidade de *partnerships*, assumindo, pois, os sócios responsabilidade ilimitada perante os credores⁵⁷. Entre os seus caracteres mais significativos situa-se o da composição do contrato constitutivo, designado por *deed of settlement*, no qual eram incluídas cláusulas relativas às relações internas (*inter sócios*), à divisão do capital em participações (*shares*) e à transmissão das mesmas⁵⁸.

A multiplicação das *joint stock companies* e a admitida transmissibilidade das participações sociais conduziria à formação de um alargado mercado bolsista, regulado pela primeira vez em 1696, no seio do qual se desenvolveram diversas *febres especulativas*, que culminariam, em 1720, por um lado, com um escândalo financeiro que envolveu a *South Sea Company* e o Governo da época⁵⁹ e, por outro lado, com a reação estadual que consistiu na aprovação do chamado *Bubble Act*⁶⁰.

⁵⁷ Cfr. JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 17: "[a]lthough some joint stock ventures obtained incorporation, many did not and were in essence partnerships describing themselves loosely as 'companies' ". Cfr. também STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 7.

⁵⁸ Cfr. STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 7; JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 17, salientam que se tratava de *joint stock ventures* não incorporadas, reservando a designação de *deed of settlement companies* para certas formas de *business organizations*, igualmente não incorporadas, que proliferaram após a aprovação do *Bubble Act*, em 1720 (ob. cit., 19); assim, também, L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 27 e 28.

⁵⁹ Cfr., entre outros, L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 24 e ss., e JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 17 e 18, dos quais transcrevemos, no essencial, a explicação do referido escândalo financeiro (com supressão das notas de rodapé): "[...] 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 found 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 financer, 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 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

Centrada essencialmente na proteção do público contra a especulação fraudulenta em torno das participações sociais, essa reação consistiu na proibição de as *joint stock companies* agirem como se fossem dotadas de personalidade jurídica – bem como na proibição da constituição de participações sociais negociáveis – quando não abonadas com uma *Royal Charter* ou um *Act* de incorporação⁶¹. Era, assim, relativamente claro – e apesar das diversas ambiguidades contidas no *Bubble Act*⁶² – que o objeto dessas proibições eram as *unincorporated companies*, mas não as *partnerships* funcionando nos moldes tradicionalmente admitidos (que, aliás, foram expressamente excluídas do âmbito de aplicação da lei)⁶³. A desconfiança

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 [cfr. GIANLUCA LA VILLA, ob. cit., p. 28]. 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".

⁶⁰ Cfr., entre outros, L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 26 e 27; STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 7.

⁶¹ Cfr. JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 20.

⁶² Cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 28.

⁶³ Comentando o desenvolvimento das *unincorporated associations* que se verificou em consequência da aprovação do *Bubble Act*, L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 28, afirmam que "[...] although the Bubble Act had struck at unincorporated companies it had expressly exempted partnerships carried on 'in such manner as hath been hitherto usually and may be lawfully done'. This exemption clearly could not have covered every type of unincorporated company, for otherwise the Act became completely meaningless, but exactly how far partnerships could lawfully go was far from clear. The size of the membership could be the decisive factor for at this time there was not and never have been any upper limit on numbers. Professional opinion at the time took the view, in fact adopted by the courts in the nineteenth century, that the basic test of illegality was the existence of freely transferable shares and for a time such unincor-

do público e dos órgãos do Estado – que irá manifestar-se a partir daí em práticas restritivas da *incorporation* através das *Royal Charters* e dos *Acts of Parliament* – desferirá um rude golpe nas *joint stock companies* (muito embora não tenham desaparecido por completo), cujas consequências foram avaliadas como um significativo atraso no desenvolvimento dos caracteres da moderna *incorporated company*⁶⁴.

A história legislativa inglesa em matéria de *companies* entre os anos de 1720 e 1855⁶⁵ é a de uma lenta consolidação destas *business organizations* em direção aos seus dois fundamentais modernos caracteres: a admissibilidade da criação de uma pessoa coletiva apenas *by registration – registered companies* – e da responsabilidade limitada dos sócios.

As *registered companies* foram introduzidas pelo *Joint Stock Companies Act* de 1844, que permitiu a *incorporation* como mero efeito do registo do ato constitutivo, o *deed of settlement*, junto do então criado *register of companies*⁶⁶. A responsabilidade ilimitada dos seus sócios, que já antes caracterizava as *unincorporated joint stock companies*, continuou a manter-se⁶⁷⁻⁶⁸, muito embora se tenha aí consagrado um benefício de exação prévia

porated associations as were formed (and the shock of the crash of 1720 caused there to be few for many years) were careful to place severe restrictions on transfers. But from the middle of the century onwards it is clear that unincorporated joint stock companies, often with large number of proprietors, were operating to a gradually increasing extent and that (as the Bubble Act came to be regarded as a dead letter) complete freedom of transfer of shares was assumed to be permissible".

⁶⁴ Cfr., entre outros, L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 27 e 28.

⁶⁵ Sobre as intervenções legislativas desse período, cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 3 e ss.

⁶⁶ Cfr. STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 9; JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 19 e 20. Os últimos assinalam (ob. cit., 19) que as causas próximas da reforma legislativa verificada em 1844 se situam no crescimento das companhias ferroviárias, que necessitavam de recorrer à subscrição pública e que lhes era muito dispendiosa a obtenção da *incorporation* através de *Act of Parliament* e pouco provável a concessão de uma *Royal Charter*; referem ainda, porém, que a sua causa imediata resultou da necessidade de travar a fraude comercial. FARRAR e HANNIGAN, salientam também, ob. cit., 84, que a fundamental preocupação do público da época em que o sistema do registo das *companies* foi criado (1844) era a da certificação do poder de certas pessoas para vincularem a *company*, embora, no sistema então criado não houvesse regra que expressamente fizesse equivaler o registo dos factos ao seu conhecimento efetivo pelos terceiros (como sucederia no *Law of Property Act* de 1925).

⁶⁷ Cfr. STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 8: "[t]he peculiarity of this statute was, however, that, instead of allowing the usual common law consequences of incorporation to follow, it proceeded on the lines of the Chartered Companies Act 1837 and merely gave a corporate existence to a body which it still evidently regarded as a *partnership*, because it imposed much the same liability on the

do património social⁶⁹. Seria necessário aguardar pelo *Limited Liability Act* de 1855 para que a responsabilidade limitada fosse introduzida para as *registered companies*⁷⁰.

A finalizar, cabe referir a introdução na ordem jurídica inglesa da *private company* (*Companies Act* de 1907), no que se centra a origem da fundamental dicotomia, que perdura até à atualidade, que separa as *public* e as *private companies*, muito embora os critérios sobre os quais repousa atualmente a classificação legislativa das duas espécies estejam longe dos originários⁷¹.

4. A *Limited Liability Partnership*

No final da década de noventa do século XX, na sequência de uma vaga de ações de responsabilidade civil dirigidas aos *sócios* de *firms* de contabilidade – constituídas como *general partnerships*, na medida em que a legislação em vigor não permitia este exercício profissional associado com limitação de responsabilidade –, tendo como causa de pedir a negligência de algum dos *partners* no exercício profissional e visando a responsabilização dos outros *partners*, em razão da responsabilidade ilimitada e solidária assumida pelos atos realizados por cada um no âmbito da atividade da *partnership*, e de uma subsequente pressão política exercida por este setor social no sentido da obtenção da responsabilidade limitada dos *partners*, com recurso, inclusive, à ameaça de uma massiva *deslocalização* dessas *firms*

members for the debts of the company as they would have had for the debts of a partnership. Cfr. também JOHN H. FARRAR/BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 20.

⁶⁸ Os sócios das *registered companies* encontrariam, todavia, esquemas que possibilitariam a sua responsabilidade limitada, negociando-a, individualmente, com os credores sociais. A validade de uma estipulação negocial a isso dirigida, quando inserida nos *deeds of settlement*, sendo embora duvidosa, foi confirmada pelo *Court of Exchequer Chamber*, em 1852, na decisão do caso *Harlett v. Dowdall*, da qual resultava ainda que tal cláusula vinculava terceiros, desde que dela houvesse *express notice*; sobre o assunto, cfr. JOHN H. FARRAR/ BRENDA HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, cit., 20.

⁶⁹ GOWER/DAVIES, (*Gower's*) *Principles of Modern Company Law*, 6.^a ed., 38 e 39.

⁷⁰ Sobre a argumentação a favor do estabelecimento da responsabilidade limitada entre os anos de 1844 e 1855 e sobre os trabalhos preparatórios do *Limited Liability Act* de 1855, cfr. L. C. B. GOWER/PAUL L. DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., 40 e ss. Esse *Act* só vigorou por alguns meses, sendo, depois, as suas disposições incorporadas no *Companies Act* de 1856, que é, justamente, encarado como o primeiro dos modernos *Companies Acts*.

⁷¹ Cfr., entre outros, HENRY HURRELL/CLAREDON G. HYDE, *The joint stock companies practical guide*, 10.^a ed., Waterlow and Sons, London Wall, Londres, 1910, 9 e 10; EARL HALSBURY (Lord), *The laws of England*, V, Butterworth Co., Londres, 1910, V, 32.

para jurisdições que admitissem a limitação da responsabilidade quanto ao referido exercício profissional (Jersey e os estados americanos)⁷², o governo britânico fez aprovar, em 2000, o *Limited Liability Partnerships Act*⁷³. A *occasio* que está na origem do *Limited Liability Partnerships Act 2000* é, pois, semelhante à que lastreou, nos Estados Unidos da América, no início da década de noventa do século passado, o surgimento da *Limited Liability Partnership*⁷⁴, sendo de admitir, neste particular domínio, e dada a proximidade cronológica, uma porosidade entre os ordenamentos americano e britânico, que, todavia, não surge evidenciada na doutrina inglesa.

Ao contrário das *partnerships* clássicas, a *Limited Liability Partnership* é dotada de personalidade jurídica [*section 1, subsection (2)*], beneficiando os seus *partners* de responsabilidade limitada no âmbito da atividade desenvolvida pela *partnership*.

A *Limited Liability Partnership* aproxima-se das *partnerships* clássicas nos seguintes aspetos: (i) não comporta unipessoalidade originária [*section 2, subsection (1), (a)*]; (ii) os direitos dos *partners*, designadamente no que respeita à gestão da *Limited Liability Partnership* resultam, em primeira linha, do que entre eles for acordado [*section 5, subsection (1)*].

A *Limited Liability Partnership* aproxima-se, porém, da *company* em outros aspetos da sua regulação: (i) a *incorporação* constitui o resultado da subscrição de um documento (*incorporation document*), com menções obrigatórias, e do respetivo registo [*section 2, subsection (2)*], junto do *Registrar of Companies*; (ii) os *partners* detêm poderes de representação da própria *partnership* e não dos restantes *partners* [consequência da personificação jurídico-coletiva [*section 6, subsection (1)*]], pelo que os *partners* não respondem por danos causados por atos de outros *partners*, nessa qualidade; (iii) a responsabilidade dos *partners* é limitada aos montantes necessários à cobertura de perdas em caso de dissolução [*section 1, subsection (4)*].

No plano fiscal, a *Limited Liability Partnership* tem um tratamento idêntico ao da *partnership*, ao contrário do que sucede em matéria de insolvência, cujo enquadramento normativo é semelhante ao de uma *company*.

⁷² Cfr., entre outros, STEPHEN D. GIRVIN/SANDRA FRISBY/ALASTAIR HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, cit., 43 e 44; MARK BLACKETT-ORD/SARAH HAREN, *Partnership Law*, cit., 655.

⁷³ Os preceitos legais (*sections*) referidos neste número pertencem a esta lei.

⁷⁴ Cfr. JOÃO ESPÍRITO SANTO, "O sistema 'societário' norte-americano", nesta revista, Ano 7, Vol. 13 (2015), 178 e 179.

RESUMO: O presente estudo* visa analisar o dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais na Região Administrativa Especial de Macau da República Popular da China e em Portugal.

Nesse âmbito, é conferido especial relevo à teoria da perda de chance de frutificação do património da sociedade comercial em virtude da apropriação de oportunidades societárias.

Palavras-chave: Doutrina das oportunidades societárias, Deveres fiduciários dos administradores das sociedades comerciais, Perda de chance de frutificação do património da sociedade comercial.

ABSTRACT: This article emphasize its analysis on the *duty of loyalty* of the companies managing directors in Macau, Special Administrative Region of the People's Republic of China and in Portugal.

In this scope, this study scrutinize the lost of chance scholarship, regarded as a mechanism of illicit appropriation of corporate opportunities by the companies directors.

Keywords: Corporate opportunities Scholarship, Fiduciary duties of the managing directors, Lost of chance of the company assets enhancement.

HUGO LUZ DOS SANTOS**

O dever de lealdade dos administradores das sociedades comerciais na Região Administrativa Especial de Macau e em Portugal (Algumas notas mais ou menos desenvolvidas)

SUMÁRIO: 1) O fundamento teleológico dos deveres fiduciários (em especial o *dever de lealdade*) dos gerentes e administradores das sociedades comerciais e o *enlightened shareholder value: a ratio* do regime jurídico da *solidariedade passiva* dos gerentes e dos administradores das sociedades (art. 249.º, n.º 4, do Código Comercial

** Magistrado do Ministério Público

* Agradecemos à Comissão de Redação da DSR as pertinentes observações críticas que melhoraram substancialmente este modestíssimo estudo. Endereçamos também uma palavra de agradecimento ao Senhor Professor Doutor Alexandre Soveral Martins e à Senhora Professora Doutora Catarina Serra, pelo estímulo científico e pela disponibilidade manifestada para analisar científicamente a primeira versão deste texto. Endereçamos, igualmente, uma palavra de agradecimento ao Senhor Professor Doutor Augusto Teixeira Garcia e ao Senhor Professor Doutor Paulo Cardinal, da Faculdade de Direito da Universidade de Macau, pelo inestimável estímulo científico prestado a este mero aprendiz de jurista. Os erros, imprecisões e omissões (e são muitos!) são da exclusiva responsabilidade do signatário.

de Macau); 2) O *direito à propriedade* (da sociedade comercial) entendida como *domínio fáctico*, e a doutrina das *oportunidades societárias* – análise da doutrina e jurisprudência norte-americana e o panorama doutrinário nacional; 3) A doutrina das oportunidades societárias, o *dever de lealdade* e a *capacidade jurídica da sociedade comercial* (art. 177.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau, e art. 6.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais de Portugal): *relação de complementaridade funcional?* – breves notas; 4) A doutrina da *perda de chance de frutificação do património social* a cargo dos gerentes e administradores das sociedades comerciais. Brevíssimas notas sobre a *teoria das despesas desaproveitadas*.

1. O fundamento teleológico dos deveres fiduciários (em especial o *dever de lealdade*) dos gerentes e administradores das sociedades comerciais e o *enlightened shareholder value: a ratio do regime jurídico da solidariedade passiva* dos gerentes e dos administradores das sociedades (art. 249.º, n.º 4, do Código Comercial de Macau)

No plano jurídico-civil, *i.e.*, jus-societário, os *fiduciary duties* dos gerentes ou administradores das sociedades comerciais, têm, para além da sua expressa consagração legal, revestimento teórico-prático, quer no Código Comercial de Macau, quer no Código das Sociedades Comerciais de Portugal (CSC)², quer ainda no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE).

Refira-se, quanto ao Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), que a *presunção de culpa qualificada na insolvência* (art. 186.º, n.º 3, do CIRE) é diretamente tributária do regime jus-societário do *corporate governance*³, o que significa que as alíneas a) e b), do art. 186.º, n.º 3, do CIRE⁴ existem para impedir que, devido à dificuldade de provar o

² HUGO LUZ DOS SANTOS, “Os *Fiduciary duties* dos administradores das sociedades comerciais e o regime jurídico da solidariedade passiva constante do (revogado) art. 8.º, n.º 7, do RGIT e do (restituído) art. 7.º-A, n.º 2, do RJFNA: cooperação dialética entre o Tribunal Constitucional e o Supremo Tribunal de Justiça?”, in *Revista Fiscal (RF)*, Maio/Junho 2014, Vida Económica, Porto, (2014), *passim*, que aqui, com alterações e desenvolvimentos doutrinários e jurisprudenciais, seguiremos de perto.

³ Em geral, sobre a projeção teórico-prática dos deveres dos administradores de facto e de direito das sociedades comerciais, CALVÃO DA SÍLVA, “Corporate Governance” – Responsabilidade Civil de Administradores não executivos, da Comissão de Auditoria e do Conselho Geral de Supervisão”, in *Revista de Legislação e Jurisprudência (RLJ)*, Ano 136 (Setembro/Outubro 2006), (2006), pp. 31 e ss.

⁴ MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, “A responsabilidade de gerentes e administradores pela atuação

nexo de causalidade fiquem, na prática, impunes os *sujeitos*⁵ que violaram as suas *obrigações legais de deveres de cuidado* (art. 195.º, n.º 1, n.º 1, alínea b), art. 245.º, n.º 1 e 4, do Código Comercial de Macau, e art. 64.º, n.º 1, alínea a), do CSC), e *deveres de lealdade* (art. 195.º, n.º 1, n.º 1, alínea c), art. 249.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau art. 64.º, n.º 1, alínea b), do CSC)⁶.

Oneraram-se, assim, estes sujeitos (gerentes das sociedades comerciais) com a prova de que não foi sua a conduta ilícita (e presumivelmente culposa) que deu causa à insolvência ou ao respetivo agravamento, mas sim uma outra razão, *externa ou independentemente da sua vontade*⁷ (art. 245.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau e art. 72.º, n.º 2, do CSC e art. 186.º, n.º 3, do CIRE).

O regime jurídico contido no art. 245.º, n.º 4, no art. 249.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau e no art. 78.º, n.º 1, do CSC, estriba-se, justamente, no que se refere ao Código das Sociedades Comerciais de Portugal, no regime geral do art. 64.º, n.º 1, alíneas a) e b), do CSC e do art. 235.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau, o que significa que, sobre *todos* e cada um dos gerentes da sociedade comercial impende um especial *dever de cuidado* (*duty of care*) e um não menos especial *dever de lealdade* (*duty of loyalty*), com expressão prática na obrigatoriedade de todos e cada um dos gerentes serem o repositório fiel do padrão do *gestor criterioso e ordenado* que se obriga a si mesmo ao *dever constante de monitorização da vida económica da sociedade comercial* (art. 235.º, n.º 2, art. 195.º, n.º 1, alínea c), ambos do Código Comercial de Macau, art. 64.º, n.º 1, alíneas a) e b), do CSC), que se obriga a si mesmo à estrita observância do *dever de prestar* que confere *individualidade, tipicidade, e unidade* à situação do administrador

na proximidade da insolvência de sociedade comercial", in *Revista O Direito*, Ano 142, Coimbra, Almedina, (2010), pp. 323-346.

⁵ Sobre a responsabilidade dos gerentes das sociedades comerciais, RICARDO COSTA, "Responsabilidade dos gerentes de sociedade por quotas perante credores e desconsideração da personalidade jurídica – Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 29.11.2007, Processo n.º 0735578", in *Cadernos de Direito Privado* (CDP), n.º 32, Cejur, Braga, (2011), pp. 32-56.

⁶ Acórdão do Tribunal Constitucional (TC) n.º 564/2007 (Sousa RIBEIRO), a Decisão Sumária n.º 615/07 (CURA MARIANO), Acórdão do TC, n.º 571/08 (FERNANDES CADILHA), Acórdão do TC, n.º 581/2008 (PAMPLONA DE OLIVEIRA), Acórdão do TC, n.º 585/2008 (MARIA JOÃO ANTUNES), e o Acórdão do TC (com força obrigatória geral), n.º 173/2009 (Sousa RIBEIRO), todos disponíveis em www.dgsi.pt.

⁷ Sobre a análise dogmática das presunções *iuris tantum* e *iuris et de iure*, constantes no art. 186.º, do CIRE, CATARINA SERRA, "Decoctor ergo fraudator?" – A insolvência culposa (esclarecimentos sobre um conceito a propósito de umas presunções) – Ac. do TRP de 7.1.2008, Proc. 0754886", in *Cadernos de Direito Privado* (CDP) n.º 21, Janeiro/Março de 2008, (2008), pp. 56-67.

que é, singelamente, o *dever de administrar*⁸ no *interesse social* (art. 235.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau)⁹.

A *obrigação de administrar*, como conceito decomponível, comporta no seu seio a ideia-mestra de que o centro de gravidade da sociedade comercial situa-se nos administradores, é por eles controlada e funciona no seu exclusivo *interesse*¹⁰, e que o *poder de administrar*, sendo funcionalizado ao *interesse social* da sociedade comercial, está forçosamente ligado ao *dever de cuidado* (art. 235.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau, art. 64.º, n.º 1, alínea a), do CSC) que o administrador terá de *constantemente* observar em ordem a comandar a sociedade¹¹, a geri-la, *fazendo frutificar os meios de que a sociedade comercial dispõe tendo como escopo primacial a criação de lucro para os sócios*¹² (art. 195.º, n.º 1, alínea a), art. 197.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau, art. 980.º, do Código Civil Português)¹³.

⁸ Sobre os motivos que justificam a singularidade da *business judgment rule*, por todos, H. FLEISHER "La "business judgment rule" a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho", in *RDM*, 246 (2002), pp. 1732-1736; na doutrina italiana, NICCOLÒ ABRIANI "Riforma del diritto societario e responsabilità dell'amministratore di fatto. Verso una nozione unitaria dell'istituto?", in *LS*, 18 (2002), pp. 212-220; E. F. PÉREZ CARRILLO/M. ELISABETE RAMOS, "Responsabilidade Civil e seguro dos administradores (reflexões em torno das experiências portuguesa e espanhola)", in *BFD*, 82 (2006), pp. 304 e ss; entre nós, sobre os deveres de cuidado e de lealdade dos administradores das sociedades comerciais, J. M. COUTINHO DE ABREU, "Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social", in *Reformas do Código das Sociedades*, Coimbra: IDET/Almedina, (2007), pp. 17-47; *Idem* "Vinculação das Sociedades Comerciais", in *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Vol. II, Coimbra: Almedina, (2008), pp. 1213-1239; *Idem*, *Responsabilidade Civil dos Administradores de sociedades*, Coimbra: IDET/Almedina, (2007), pp. 38 e ss.

⁹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, "Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais", in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Março de 2009, Ano I, N.º I, Coimbra, Almedina, (2009), pp. 13-20, que vimos seguindo de muito perto.

¹⁰ Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, "Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais", *cit.* pp. 14-17; aproximadamente no mesmo sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, "Business judgment rule, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o art. 64.º do Código das Sociedades Comerciais", in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Outubro 2009, Ano 1, Vol. 2, Semestral, Almedina, Coimbra, (2010), pp. 41-79.

¹¹ Neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, "Os credores e o Governo Societário", in *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano I, N.º I, Director: António Menezes Cordeiro, Almedina, Coimbra, (2009), pp. 123 e ss.

¹² ANTÓNIO CARNEIRO DA FRADA, "A *Business Judgment Rule* no quadro dos deveres gerais dos Administradores", in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores Ferrer Correia, Orlando de Carvalho, e Vasco Lobo Xavier*, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, (2007), pp. 212-213.

¹³ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, "Business judgment rule, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o art. 64.º do Código das Sociedades Comerciais", *cit.*, pp. 75.

Assim, quando o gerente da sociedade comercial *contribui decisivamente para a insuficiência do património da sociedade comercial para responder pelas dívidas sociais*, infringe o *dever funcional do administrador diligente, criterioso, e ponderado* que está diretamente acoplado à sua função dirigente, e, sobre tudo, coloca em *perigo¹⁴* a *massa patrimonial dos credores sociais* e, por isso, deve responder *solidariamente* pelo pagamento *aos mesmos*: é essa solução normativa, *mutatis mutandis*, que resulta do art. 192.º, n.º 1, do 251.º, n.º 1, ambos do Código Comercial de Macau, do art. 189.º, n.º 2, alínea e), do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, na redação conferida pela Lei N.º 16/2012, de 20 de Abril¹⁵; do art. 81.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais¹⁶ e, ainda que a título de *responsabilidade pessoal e ilimitada* do sócio único da sociedade por quotas *supervenientemente* pessoal pelas obrigações sociais, do art. 84.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais¹⁷ do art. 270.º – F, n.º 4, do Código das Sociedades Comerciais¹⁸, e do art. 213.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau.

O que bem se comprehende.

¹⁴ Utilizamos aqui, algo indiferenciadamente, noção de “*comunhão de perigos*” cunhada dogmaticamente pela doutrina de inspiração germânica, mais concretamente por FRANZ BYDLINSKY, *System und Prinzipien des Privatrechts*, Springer, Wien, (1996), 210, n.º 213.

¹⁵ Advogando a *interpretação extensiva* do art. 78.º, n.º 1, do CSC, utilizando o lugar paralelo constante do art. 189.º, n.º 2, alínea e), do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, na redação conferida pela Lei N.º 16/2012, de 20 de Abril “*aos casos (todos) em que a diminuição do património do credor esteja causalmente ligada à diminuição do património da sociedade ou, ainda que não haja diminuição do património da sociedade, à diminuição da “capacidade” da sociedade para cumprir (pontualmente) as suas obrigações vencidas*”; NUNO MANUEL PINTO DE OLIVEIRA, “Uma proposta de coordenação entre os arts. 78.º e 79.º do Código das Sociedades Comerciais”, in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Março de 2013, Ano 5, Volume 9, Semestral, Almedina, Coimbra, (2013), pp. 81-82.

¹⁶ Sobre o *regime de solidariedade passiva* dos membros dos órgãos de fiscalização com os gerentes e administradores das sociedades comerciais, o estudo de GONÇALO MENESES, “Responsabilidade Solidária dos Membros dos Órgãos de Fiscalização por Actos e Omissões dos Gestores das Sociedades Comerciais”, in *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, Coimbra Editora, Lisboa, (2009), pp. 1096-1156.

¹⁷ PEDRO PIDWELL, “A tutela dos credores da sociedade por quotas unipessoal e a responsabilidade do sócio único”, in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Ano 4, Volume 7, Semestral, Coimbra, Almedina, Março de 2012, (2012), pp. 201-238.

¹⁸ Sobre a análise do regime jurídico da responsabilidade pessoal e ilimitada constante do art. 270.º – F, n.º 4, do CSC, MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, “O âmbito de aplicação do art. 270.º F, n.º 4, do CSC e a responsabilidade “ilimitada” do sócio único”, in *Direito das Sociedades em Revista (RDS)*, Ano 1, Volume 2, Semestral, Coimbra, Almedina, (2009), pp. 233 e ss.

Na verdade, atenta a *teoria do contacto social*, havendo uma *ligação especial*¹⁹ entre a prossecução do *dever de lealdade*²⁰ dos gerentes ou administradores da sociedade comercial e a integridade da massa patrimonial da sociedade comercial, formam-se a partir desse aforismo os denominados *círculos de diligência devida*²¹, consubstanciados no *universo de deveres de protecção* (*Schutzpflichten*)²² e da inerente *finalidade negativa* de defesa, pelos administradores, da integridade pessoal e patrimonial da sociedade comercial, que se espelha naquilo que a doutrina portuguesa²³, inglesa²⁴⁻²⁵ e norte-americana²⁶ denomina de *Enlightened Shareholder Value* (*interesse social iluminado*).

Mas o que significa o “*interesse social iluminado*”?

Significa realizar o fim ou *interesse social*, atendendo aos *interesses de longo prazo dos sócios*, mas sabendo que para atingir este objetivo é preciso que quem atua pela sociedade promova (estabeleça e proteja) um conjunto de relações estáveis e duradouras da empresa com os trabalhadores, *credores*, clientes e fornecedores – numa palavra: *que invista em relações que aumentam o valor global da empresa*²⁷.

¹⁹ Neste sentido, na doutrina alemã, GÜNTHER TEUBNER, *Alternativkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, II, Luchterhand, Neuwied, 980, § 242, (2008), n.º 58.

²⁰ Sobre a natureza fiduciária dos deveres funcionais que sustentam a relação de administração, à luz da “*confiança especial a que lhe subjaz*”; RICARDO COSTA, “Deveres Gerais dos Administradores e “*gestor criterioso e ordenado*”, in *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2011), p. 179.

²¹ MIGUEL BRITO BASTOS, “Deveres Acessórios de informação. Em especial, os deveres de informação do credor perante o fiador”, in *Revista de Direito das Sociedades* (RDS), Ano V, Números I-II, Director: António Menezes Cordeiro, Coimbra, Almedina, (2013), p. 275.

²² PEDRO CAETANO NUNES, “*Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores*”, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, (2013), p. 217.

²³ CATARINA SERRA, “*Entre corporate governance e corporate responsibility*: deveres fiduciários e “*interesse social iluminado*”, *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2011), pp. 211-258.

²⁴ Ver, na sequência da entrada em vigor, em 01 de Outubro de 2007, da *Companies Act 2006*, DAVY KA CHEE WU, “*Managerial Behaviour, Company Law and the Problem of Enlightened Shareholder Value*”, in *Company Lawyer*, 31 (2), (2010), pp. 56 e ss.

²⁵ ANDREW KEAY, “*Tackling the Issue of Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom’s “Enlightened Shareholder Value Aproach”*”, in *Sydney Law Review (SLR)*, (2007), 29, p. 597.

²⁶ CYNTHIA A. WILLIAMS/JOHN M. CONLEY, “*An emerging third way? The erosion of the Anglo – American Shareholder Value Construct*”, in *Cornell International Law Journal*, (2005), 38, pp. 493 e ss.

²⁷ CATARINA SERRA, “*Entre corporate governance e corporate responsibility*: deveres fiduciários e “*interesse social iluminado*”, *cit.*, p. 247.

Por essa razão se comprehende que, no espaço jurídico norte-americano, o *dever de lealdade* dos administradores seja caracterizado como um *dever fiduciário*. Os *deveres fiduciários* estão associados ao surgimento e ao desenvolvimento do *trust*. No *trust* é operada uma transmissão de propriedade pelo *settlor* para o *trustee*, mas em *favor* de um *beneficiário*²⁸. Nos primórdios da figura, o regime de *common law* não oferecia a devida proteção legal ao beneficiário, o que levou os tribunais da *equity* a imporem ao *trustee* deveres fiduciários perante o beneficiário²⁹. A analogia com o *trust* levou à aplicação dos *deveres fiduciários* a outro tipo de relações – as relações fiduciárias (*fiduciary relations*) – tais como a *agency* e a *partnership*³⁰. A esta luz se comprehende que a jurisprudência norte-americana tenha passado a aplicar os *deveres fiduciários* também aos administradores.

Com efeito, em sede das *Caremark claims* o tribunal de Delaware proferiu um conjunto de decisões judiciais referentes a falhas nos procedimentos de *compliance* (prevenção de ilegalidades) e de *risk management* (controlo de riscos), na sequência da crise financeira de 2008³¹.

Em 1994, a actividade financeira da *Caremark International, Inc.*, com objecto social na área dos serviços de saúde, foi objecto de exaustiva monitorização pelas autoridades norte-americanas por ter efectuado pagamentos ilegais, cujos processos foram encerrados através do pagamento negociado de 250 milhões de Dólares. Por conseguinte, cinco accionistas instauraram uma acção de responsabilidade (*derivative action*)³² contra os Administradores para indemnização desse prejuízo.

Nesse processo, o *Chancellor Allen* concluiu que as obrigações dos Administradores incluem “*a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal*

²⁸ PEDRO CAETANO NUNES, “Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores”, *cit.*, p. 184, que seguimos e seguiremos de muito perto, mesmo textualmente.

²⁹ PEDRO CAETANO NUNES, “Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores”, *cit.*, p. 185.

³⁰ PEDRO CAETANO NUNES, “Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores”, *cit.*, p. 185.

³¹ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, “A Business Judgement Rule”, *cit.*, p. 361, que seguiremos de muito perto, mesmo textualmente.

³² Sobre as *derivative actions*, na doutrina norte-americana, ANN M. SCARLETT, “Shareholder Derivative Litigation’s Historical and Normative Foundations”, in *Buffalo Law Review (BLR)*, Volume 61, Issue 4, August 2013, (2013), pp. 837-908, artigo doutrinal em sede do qual pode ser encontrada uma súmula dos factos que estiveram na base deste caso, e que aqui se seguirá de muito perto.

standards" e que, para determinar a *liability* dos administradores das sociedades comerciais, é (*sempre*) necessária uma "*sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists – will establish the lack of good faith that is necessary condition to liability*".

No que respeita, concretamente, ao *dever de lealdade*, e ainda no âmbito das *Caremark claims*, são paradigmáticos os casos *Citigroup* e *Guttman*.

A multinacional *Citigroup*, no período temporal imediatamente antecedente à grande crise financeira de 2008, através da negociação de *CDO's (collateralized debt obligations)*³³, designadamente com "*liquidity puts*", que permitiam a sua revenda ao *Citigroup* ao preço original, atingiu uma exposição a "*ativos tóxicos*" na ordem dos 55 biliões de dólares.

Em consequência, alguns acionistas intentaram uma ação de responsabilidade contra os administradores alegando falhas graves no sistema de *risk management* da *Citigroup*. Todavia, a responsabilidade foi afastada pelo tribunal, por não se ter demonstrado a falta de procedimentos de avaliação de riscos, mas decisões quanto à tomada de riscos, o que cai na alçada da *business judgement rule*³⁴.

No caso *Guttman*, no que respeita ao *dever de lealdade* dos administradores, o Vice Chancellor Leo Strine considerou que o "*standard for liability for failures of oversight that requires a showing that the directors breached their duty of loyalty by failing to attend to their duties in good faith*"³⁵.

A significar que o *deveres de lealdade* e de *cuidado* são devidos à sociedade comercial³⁶; são *deveres fiduciários* para com a sociedade³⁷, entendidos enquanto *responsabilidade ética*³⁸.

³³ Sobre os *CDO's* e sobre os *CDS's (credit default swaps)*, Ver, por todos, HUGO LUZ DOS SANTOS "O contrato de *swap* de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros e o recente Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 10 de Outubro de 2013: a "*alteração anormal das circunstâncias*" e as categorias doutrinais norte-americanas da "*Unconsciousability*" e da "*Bounded Rationality*": Um "estrano caso" de aliança luso-americana?", in *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI, (2014), n.º 2, Director: António Menezes Cordeiro, Almedina, Coimbra, (2015), pp. 411-443.

³⁴ Na doutrina norte-americana, V. STEPHEN M. BAINBRIDGE, *Caremark and Enterprise Risk Management*, New York, (2007), pp. 10-13.

³⁵ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, "A Business Judgement Rule", *cit.*, p. 363.

³⁶ MARIA ELISABETE GOMES RAMOS, *O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores*, *cit.*, p. 116.

³⁷ Na doutrina espanhola, V. J. ALFARO ÁGUILA-REAL, "La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales", in *RDS*, 18, (2002/1), p. 59; na doutrina alemã, W. GROSS, "Deliktische Aussenhaftung des GmbH-Geschäftsführers", in *ZGR*, 3, (1999), pp. 553-557; entre nós, VÂNIA FILIPE MAGALHÃES, "A conduta dos administradores

Deste modo, os administradores, no exercício das suas funções, devem considerar e intentar (*sempre e*) em exclusivo o *interesse da sociedade* (art. 245.º, n.º 1, art. 235.º, n.º 2, ambos do Código Comercial de Macau), com a correspetiva obrigação de *omitirem* comportamentos que visem a realização de outros *interesses, próprios e/ou alheios* (art. 71, n.º 4, art. 200.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau)³⁹: é essa a *ratio* do regime jurídico da *solidariedade passiva* dos gerentes e dos administradores das sociedades (art. 249.º, n.º 4, do Código Comercial de Macau), sendo esse um *corolário* de uma *reinterpretação* da *responsabilidade ética ou moral* como uma *responsabilidade pelos resultados do comportamento* de uma pessoa⁴⁰ (o administrador da sociedade comercial) colocada em posição de *conformar livre e responsável* o seu ser (*sein*) e o seu mundo⁴¹.

2. O direito à propriedade (da sociedade comercial), entendida como domínio fáctico, e a doutrina das oportunidades societárias – análise da doutrina e jurisprudência norte-americana e o panorama doutrinário nacional

Esclarecido o fundamento teleológico do regime jurídico da solidariedade passiva dos administradores das sociedades comerciais (art. 249.º, n.º 4, do Código Comercial de Macau), torna-se necessário lançar luz sobre outras vertentes dogmáticas do *dever de lealdade* dos administradores das sociedades comerciais.

das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social", in *Revista de Direito das Sociedades* (RDS), 1, Almedina, Coimbra, (2009), pp. 399-400.

³⁸ M. NOGUEIRA SERENS, "Corporate Social Responsibility: "Vinho velho em odres novos", *cit.*, p. 87.

³⁹ RICARDO COSTA/GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho (IDET), Almedina, Coimbra, (2010), p. 742.

⁴⁰ Ver, sobre o princípio da responsabilidade pelos resultados, positivos ou negativos, de um comportamento, na doutrina alemã, NILS JANSEN, *Die Struktur des Haftungsrechts. Geschichte, Theorie und Dogmatik ausservertraglicher Ansprüche auf Schadensersatz*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, (2003), pp. 614-627.

⁴¹ Entendida como uma "outcome liability", componente essencial da imagem do homem como pessoa, uma vez que "we could not dispense with outcome-responsability without ceasing to be persons"; Ver TONY HONORÉ, "Responsability and luck: the moral basis of strict liability", in *L.Q.R.*, Volume 104, (1988), p. 531.

É nesta lógica que se inscreve a importância de analisar dogmaticamente os fundamentos (também eles) teleológicos em que repousam a doutrina das *oportunidades societárias*.

Com efeito, neste apartado temático, tentaremos estabelecer um *laço de pertinência* entre o *direito à propriedade* emergente das oportunidades societárias que assiste, a montante, à sociedade comercial, e o *dever de lealdade* que, a jusante, *impede* os administradores das sociedades comerciais de se *apropriarem* das *oportunidades societárias* àquela, e só àquela, devidas.

Para fundamentar dogmaticamente a nossa posição lançaremos mão da (longa e metódica) elaboração da doutrina e jurisprudência alemã em matéria de *direito à propriedade* das *utilidades económicas* emergentes da *expectativa de aquisição* de um bem económico.

Neste conspecto, o Tribunal Constitucional Federal Alemão (*BVerfGE*)⁴², após longa elaboração jurisprudencial, deixou cair a ideia de que a Constituição protege a propriedade na conformação jurídica que lhe é conferida pelo direito civil. Assim, a jurisprudência do *BVerfGE* atribuiu ao *direito à propriedade a garantia de instituto*⁴³, no sentido de que ela não garante apenas as *posições jurídicas de direito privado* atualmente existentes, mas também (e sobretudo) a *possibilidade (presente ou futura) de aceder a elas*⁴⁴.

De tal facto se infere que, existe um *direito subjetivo da sociedade comercial* de poder *adquirir* a propriedade respeitante às *oportunidades societárias* daí emergentes.

Esse *direito à propriedade* – que não se confunde com o *direito de propriedade*, configurado como um direito subjetivo à *manutenção* de posições jurídicas subjetivas e pressuposto na designada *garantia de permanência*⁴⁵ – é um *direito subjetivo* da sociedade comercial, entendido enquanto um

⁴² Cfr. *Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts*, Vol. 93, p. 137 (*Einheitswertbeschluss*).

⁴³ “A garantia de instituto proíbe que sejam suprimidos aqueles domínios da ordem jurídico-privada que pertencem a partes elementares da actividade no domínio jurídico-patrimonial protegida em termos de direitos fundamentais e, consequentemente, que seja suprimido ou essencialmente reduzido o domínio de liberdade protegido pelo direito fundamental”; na doutrina alemã, JOCHEN ROZEK, *Die Unterscheidung von Eigentumsbindung und Enteignung: Eine Bestandsaufnahme zur dogmatischen Struktur des Art. 14 GG nach 15 Jahren «Nassauskiesung»*, Mohr Siebeck, (1998), p. 29.

⁴⁴ MICHAEL KLOEPFER, *Grundrechte als Entstehenssicherung und Bestandsschutz*, C. H. Beck’sche Verlagsbuchhandlung, München, (1970), pp. 24-50.

⁴⁵ V. MIGUEL NOGUEIRA DE BRITO, *A Justificação da Propriedade Privada numa Democracia Constitucional*, Colecção Teses, dissertação de doutoramento, Almedina, Coimbra, (2012), pp. 734-800.

conjunto de expectativas e oportunidades de aquisição^{46/47}; visto enquanto corporização de uma possibilidade jurídico-factual de adquirir propriedade⁴⁸, emergente de (concretas e solidificadas) oportunidades societárias.

Porquanto, enquanto espaço de liberdade económica, o direito à propriedade da sociedade comercial protege uma esfera de domínio que é deixada ao seu (livre alvedrio) e para a sua (exclusiva) disponibilidade e aproveitamento económico⁴⁹.

A significar que o direito à propriedade da sociedade comercial subsume-se ao conceito jurídico-constitucional de propriedade como domínio fáctico, pois ela materializa a identificação entre uma garantia de instituto (o direito à propriedade) e uma garantia de domínio (das oportunidades societárias que, justamente, permitirão o acesso à propriedade).

Sendo isto certo, essa garantia de domínio fáctico que é conferida (em exclusivo) à sociedade comercial é exercida, consabidamente, através dos administradores das sociedades comerciais que, atenta a relação fiduciária – e a confiança especial que lhe subjaz – que se estabelece entre a sociedade comercial e o administrador, gera na esfera jurídica deste o imperativo de prosseguir (como regra e em primeira linha) o fim (lucrativo) que os sócios perseguem quando constituem a sociedade, enquanto instrumento que esta é para a consecução desse fim e correspondente satisfação do interesse social⁵⁰.

⁴⁶ V., na doutrina alemã, MARKUS APPEL, *Entstehungsschähe und Bestandsstärke des verfassungsrechtlichen Eigentums. Eine Untersuchung des Spannungsverhältnisses zwischen Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG und Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG auf Basis der Eigentumsrechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts*, Duncker & Humblot, Berlim, (2004), p. 218.

⁴⁷ "A expectativa legítima de ver realizada a pretensão merece a proteção do artigo 1.º, do Protocolo Adicional n.º 1 à Convenção Europeia dos Direitos do Homem (...) e engloba o direito ao respeito dos seus bens, que não implica somente o respeito pela titularidade do direito de propriedade. Para além disto, ao proprietário é assegurado o exercício das faculdades inerentes a este direito, como sejam as de usar, dispor ou retirar dela os seus frutos"; V. TIAGO MACIEIRINHA, "O direito de propriedade na Convenção Europeia dos Direitos do Homem", in *Revista O Direito*, Ano 146.º, (2014), I, Almedina, Coimbra, (2014), pp. 76-77; no mesmo sentido, Acórdãos do Tribunal Europeu dos Direitos do Homem (TEDH), Pressos Compania Naviera S. A., n.º 31; Gratizinger e Gratizingerova, n.º 73, Jantner, n.º 29-33, Marckx, n.º 63, Kotov, n.º 90, Stran Greek Refineries and Straits Andreadis, n.º 61.

⁴⁸ V. na doutrina alemã, ROBERT ALEXY, *Theorie der Grundrechte*, Suhrkamp, (1994), p. 178, nota 170; no mesmo sentido, FRANK RAUE, *Die Zwangsvollstreckung als Nagelprobe für der modernen Enteignungsbegriff. Die enteignungsdefinition des Bundesverfassungsgerichts, kritisch hinterfragt anhand der Eigentumsübertragung nach § 817 abs. 2 ZPO – Ein Beitrag zur Auslegung des Art. 14 GG*, Duncker & Humblot, Berlim, (2006), p. 104.

⁴⁹ Cfr. *Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts*, Vol. 24, p. 389-390 (Einheitswertbeschluss).

⁵⁰ RICARDO COSTA/GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, cit., p. 743.

O que significa que a *garantia de domínio fáctico das oportunidades societárias* constitui uma *zona de influência exclusiva* da sociedade comercial, ainda que “*manobrada*” pelos seus administradores; a esta luz se comprehende que a *incolumidade* das oportunidades societárias *simbolize* (objetivamente), por um lado, o carácter modelar da gestão societária – polarizada (sempre) no *interesse social* -; e, por outro lado, *padronize* (subjetivamente) o paradigma de um gestor criterioso e ordenado.

Por conseguinte, *sempre* que uma destas balizas comportamentais (objetiva e subjetiva) é beliscada por um *desvio de fim* (é dizer, *aproveitamento das oportunidades societárias* em benefício não da sociedade comercial, *mas* dos administradores) emerge a importância precípua da doutrina das oportunidades societárias como expressão da violação do *dever de lealdade* dos administradores das sociedades comerciais.

Mas em que moldes assenta *essa* violação do dever de lealdade (art. 235.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau, art. 64.º, n.º 1, alínea b), do CSC)? Ou será antes uma violação do *dever de não concorrência* (art. 71.º, n.º 1 e 3, art. 108.º, n.º 1 e 5, art. 109.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau)?

Para densificar esta resposta importa mobilizar alguma doutrina e jurisprudência norte-americanas e também alguma (abalizada) doutrina nacional.

A temática da *apropriação de oportunidades de negócio* e o *exercício de concorrência* estão intimamente ligadas⁵¹⁻⁵².

⁵¹ Razão pela qual um certo sector da doutrina alemã refere que é adequado fazer-se uma “*analogia cautelosa*” entre ambas; HOLGER FLEISCHER, *Wettbewerbs- und Betätigungsverbote für Vorstandsmitglieder im Aktienrecht*, AG 9/2005, pp. 338-342; quanto à duração temporal do dever de lealdade, pronunciou-se HOLGER FLEISCHER, “*Gelöste und ungelöste Probleme der gesellschaftsrechtlichen Geschäftschancenlehre*”, in NZG, 21/2003, (2003), p. 990, referindo que o mesmo permanece após o termo das funções ou a saída da sociedade (cfr. art. 108.º, n.º 5, do Código Comercial de Macau), vigorando, assim, a *proibição de desvio de oportunidades de negócio*; a doutrina germânica estabelece uma distinção entre um *critério formal*, de atribuição de oportunidades de negócio à sociedade comercial em virtude de *circunstâncias exógenas* ou de *expectativas concretas* (*Zuordnung kraft äusserer Umstände*, *Zuordnung kraft konkreter Erwartung*, *Zuordnung kraft konkreter Geschäftsaussichten*), e um *critério material*, de atribuição em virtude da espécie de oportunidade de negócio, do *contexto material ou da área de negócio* (*Zuordnung nach Art Geschäftschance*, *Zuordnung kraft Sachzusammenhangs*, *Zuordnung kraft abstrakter Geschäftsfelder*); FRIEDRICH KUBLER/JENS WALTERMANN, “*Geschäftschancen der Kommanditgesellschaft*”, in ZGR, (1991), pp. 169-171.

⁵² Não se desconhece, porém, que recente e abalizada doutrina nacional tenha verbalizado algumas críticas a este posicionamento doutrinal, como adiante se verá.

A doutrina das oportunidades societárias, com origem nos Estados Unidos da América, tem conhecido várias arrumações dogmáticas e diversos grupos tipológicos.

Nesse âmbito, são tradicionalmente apontados diversos *testes* que permitem estabelecer a *afectação de oportunidades de negócio* *i)* o *line of business* que obriga a verificar se a oportunidade se situa na “*linha de negócios*” da sociedade⁵³; *ii)* o *interest or expectancy test*, que parte de considerações similares mas permite alargar o critério com base noutros factores que indiciam o *interesse* ou a *expectativa da sociedade* quanto à *utilização da oportunidade*⁵⁴; *iii)* o *fairness test*, que reclama que se apure se a *apropriação* é ou não «*fair and equitable*»⁵⁵; *iv)* o teste em dois níveis estabelecido no caso *Miller v. Miller*⁵⁶, de harmonia com o qual, num primeiro nível, se afere se a oportunidade está na «*linha de negócio*» da sociedade comercial, seguindo-se, em caso afirmativo, a análise da questão de saber se o administrador «*violou os seus deveres fiduciários de lealdade, boa fé, fair dealing em relação à sociedade*», sendo ainda, nesse âmbito, necessário verificar outros indicadores como a qualidade em que a oportunidade lhe foi apresentada, a prévia divulgação ao órgão de administração ou aos sócios⁵⁷, a utilização de bens ou pessoal da sociedade; *v)* o teste de BRUDNEY/CLARK, que repousa na destriňa entre as *close corporations*, nas quais uma formulação aberta seria suficiente, e as *public corporations*, que necessitariam de uma solução mais categórica⁵⁸. No primeiro caso, é necessário verificar se houve utilização de meios societários (dinheiro, instalações, contratos, *goodwill*, tempo de trabalho, informação), bem como, quando isso não ocorra, a relação da oportunidade com o negócio da sociedade e o seu eventual consentimento, aplicando os princípios da chamada «*expectativa racional*» (*rational expectation*), que atende à *relação funcional da oportunidade* com a atividade da sociedade, ao *interesse* ou *expectativa* do seu *aproveitamento* pela mesma

⁵³ Na jurisprudência norte-americana, este grupo tipológico foi aplicado, entre outros, no caso *Guth v. Loft, Inc.* Delaware Chancery 255, 5 A. 2d 503 (1939); *Lutherford Inc. v. Dahlen*, 357 Pa 143, 53 A.2d 143 (1947).

⁵⁴ Ver *Littwin v. Allen*, 25, N.Y.S.2d 667 (Supp 1940).

⁵⁵ Ver *Durfee v. Durfee & Canning*, 323, Mass. 187, 80, N.E. 2d (1948).

⁵⁶ 301 Minn. 207 N.W.2d 71 A.L.R. 3d 941 (1974).

⁵⁷ Cfr., na doutrina norte-americana, DELARME R. LANDES, “Economic efficiency and the corporate opportunity doctrine in defense of contextual disclosure rule”, in *Template Law Review*, (2001), p. 856.

⁵⁸ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade, Por um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, Colecção Teses, dissertação de doutoramento, Almedina, Coimbra, (2012), pp. 534 e ss. que seguiremos de muito perto.

e à existência de consentimento⁵⁹. No segundo caso (*public corporations*), os referidos autores norte-americanos distinguem a situação dos administradores externos e a tempo parcial. Os primeiros estariam proibidos de utilizar *quaisquer* outras oportunidades de negócio (conexas ou não com a atividade da sociedade), ao contrário dos segundos, aos quais seria de aplicar uma regra mais flexível; *vi*) os *Principles of Corporate Governance* fixam critérios que conferem especial ênfase à necessidade de divulgação à sociedade da *oportunidade de negócio*, exigindo-se que esta a rejeite como condição para a sua apropriação pelo administrador⁶⁰.

A significar que, neste âmbito, a *apropriação de oportunidades societárias de negócio* constitui um dos exemplos de *tunnelling* – atividade pela qual os sócios controladores ou administradores realizam, em seu benefício, a transferência de fundos ou de ativos da sociedade⁶¹.

No panorama doutrinário nacional⁶², a *apropriação de oportunidades de negócio societárias* tem sido enquadrada como uma *manifestação do dever de lealdade*⁶³.

⁵⁹ BRIDNEY/CLARK, "A new look at corporate opportunities", in *Harvard Law Review*, (1981), pp. 997-1062.

⁶⁰ Na doutrina norte-americana, ver, sobre os diversos testes, THOMAS GEISLER, "Proof of appropriation of corporate business opportunity by officer or director", in *American Jurisprudence Proof of Facts*, 3rd edition, (2009), pp. 215 e ss.

⁶¹ Para a análise de vários casos ocorridos em países de *civil law* que parecem configuram hipóteses de *tunnelling*, na doutrina norte-americana, S. JOHNSON/R. LA PORTA/F. LOPEZ-DE SILANES/A. SHLEIFER, *Tunnelling*, in *Harvard Institute of Economic Research*, Discussion Paper Number 1887, Cambridge, Massachusetts: Harvard University, (2009), pp. 2-7; por essa razão se faz referência ao "duty of fair dealing", que ocupa a Parte V dos *Principles of Corporate Governance* (PCG); sobre o sentido do "duty of fair dealing", v. THE AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance analysis and recommendations*, vol. I, Part I-VI, §§ 1.01.-6.02, as adopted and promulgated by American Law Institute of Washington, D.C., May 13, 1992, St. Paul, Minn: American Law Publishers, (1994), pp. 199 e ss.

⁶² Ver, na doutrina nacional, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, "Danos societários e governação de sociedades (corporate governance)" in *Cadernos de Direito Privado* (CDP), n.º especial-II Seminário dos Cadernos de direito privado- Responsabilidade Civil, Cejur, Braga, Dezembro de 2012, (2012), pp. 17-29 (37); MARIA ELISABETE GOMES RAMOS, *O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores*, cit., p. 99, nota 390; MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, "O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias", in *Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas* (RCEJ), n.º 20, (2009), pp. 27-28.

⁶³ PEDRO CAETANO NUNES, "Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores", cit., p. 214, que seguiremos de muito perto, mesmo textualmente.

A proibição de apropriação de oportunidades de negócio tem origem anglo-americana, estando intimamente ligada ao desenvolvimento dos *deveres fiduciários (fiduciary duties)*⁶⁴.

Um sector da doutrina nacional tem apresentado *quatro casos-tipológicos* de violação de apropriação de oportunidades de negócio societárias: *i)* a celebração de um negócio vantajoso de que se teve conhecimento por força do exercício de funções; *ii)* a celebração de um negócio vantajoso com utilização de informação de património ou de pessoal da sociedade; *iii)* a prática de um ato isolado de concorrência⁶⁵; *iv)* a celebração de um negócio que ofereceria à sociedade ganhos sinergéticos relevantes.

As três primeiras hipóteses correspondem à taxionomia prevista nos *Principles of Corporate Governance (PCG)*⁶⁶. A quarta hipótese é tributária do pensamento de Brudney/Clark que apontaram para a ideia de *relacionamento funcional entre a oportunidade de negócio e a actividade social*, sustentando que seria proibida, inclusivamente aos administradores de *close corporations*, a apropriação de oportunidades de negócio que, se sobrepostas à atividade social, gerariam *ganhos sinergéticos não triviais*⁶⁷. Estão em causa as potencialidades de expansão e de diversificação da atividade social⁶⁸. Assim, uma empresa que exerça uma atividade industrial poderá ter interesse em adquirir *participações sociais* em empresas fornecedoras ou distribuidoras.

Por conseguinte, as *proibições concorrenciais*, para este sector da doutrina nacional, visam assegurar a realização da prestação de gestão, ainda que reflexamente possam contribuir para a salvaguarda da informação societária, sendo reconduzíveis ao *universo dos deveres de conduta conexos com a prestação*⁶⁹.

De outra banda, uma parte da mais recente doutrina nacional refere que, a *proibição de concorrência* é uma decorrência lógica de uma prestação principal (*exercício em comum de certa atividade económica*): acordando

⁶⁴ Como expressão dessa realidade jurisprudencial, surge o caso *Lagarde v. Anniston Lime & Stone Co.*, analisado pelo Supremo Tribunal do Alabama, em 1900.

⁶⁵ Os actos isolados de concorrência podem respeitar a infraestruturas e a meios de produção, surgindo como caso paradigmático a aquisição pelo administrador de um terreno contíguo a uma fábrica, dificultando a ampliação das instalações fabris; PEDRO CAETANO NUNES, "Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores", *cit.*, p. 215.

⁶⁶ v. THE AMERICAN LAW INSTITUTE, *cit.*, pp. 283-300.

⁶⁷ PEDRO CAETANO NUNES, "Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores", *cit.*, p. 215.

⁶⁸ Faremos breves notas, necessariamente sincopadas, sobre esta temática no capítulo seguinte.

⁶⁹ PEDRO CAETANO NUNES, "Jurisprudência sobre o dever de lealdade dos administradores", *cit.*, p. 217.

os sócios em exercer uma *atividade em comum*, a prossecução de uma atividade concorrente consubstancia uma violação dessa mesma atividade principal⁷⁰.

O mesmo raciocínio não poderá, todavia, ser transposto para as “*sociedades de capital*”. Os sócios não se comprometem a prosseguir uma atividade económica em conjunto. A prestação principal circunscreve-se à denominada “*obrigação de entrada*”. Deste modo, o *dever de não concorrência* não poderá ser apresentado para as sociedades por quotas e anónimas, como uma materialização da *prestaçao principal*, mas como uma concretização do *dever de lealdade*, enquanto *prestaçao acessória* que é⁷¹.

Ancorada nesse pressuposto dogmático, a referida doutrina nacional, que acompanhamos, propugna a *reconstrução do primeiro caso-padrão* acima referido que deverá ser apresentado nos seguintes moldes: a celebração de um negócio não prosseguido, deliberado ou a ser analisado que ofereceria à sociedade comercial *ganhos sinergéticos*. Como exemplo modelar pense-se num negócio que, não podendo ser descrito como concorrencial e não sendo conhecido da sociedade, se adequa na perfeição à actividade por esta desenvolvida⁷². Também o *segundo caso-padrão* deverá ter em conta, para além das considerações relacionadas com o *objecto social* e o alcance do *dever de não concorrência*⁷³, o conceito de *ganhos sinergéticos*, e, deste modo, deverá também ser reconstruído com o seguinte enunciado: a celebração de um negócio não prosseguido, deliberado ou a ser analisado e que, embora não oferecendo *ganhos sinergéticos* seja vantajoso para a sociedade⁷⁴⁻⁷⁵. Do mesmo modo, o *terceiro caso-padrão* deverá ser construído nos seguintes termos: celebração de um negócio não prosseguido, deliberado, analisado ou que não ofereça *ganhos sinergéticos* e que tenha chegado ao conhecimento do administrador por força das funções desempenhadas⁷⁶. Nesta modalidade, a pedra de toque é colocada não nos benefícios perdidos pela

⁷⁰ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine). Parte II”, in *Revista de Direito das Sociedades* (RDS), Ano V (2013), Almedina, Coimbra, (2014), número 4, p. 760, que seguiremos de muito perto, mesmo textualmente.

⁷¹ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 760.

⁷² ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 762.

⁷³ Como na nota 125.

⁷⁴ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 762.

⁷⁵ Como na nota 125.

⁷⁶ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 763.

sociedade, mas na *actuação ilícita* do administrador: repare-se que não se exige *sequer* que o negócio celebrado seja *vantajoso* para a sociedade. A origem da violação não reside propriamente no facto de o administrador ter colocado os seus interesses pessoais à frente dos interesses da sociedade, mas em ter utilizado a posição ocupada para prosseguir interesses pessoais⁷⁷.

Por conseguinte, tem todo o cabimento analisar os *dois últimos casos-padrão* conjuntamente: celebração de um negócio recorrendo a pessoal, informação ou bens pertencentes à sociedade⁷⁸.

Não podendo nenhuma destas situações ser resolvida por aplicação directa do *dever de não concorrência*, deve ser sustentado que o *dever de lealdade* impõe, aos administradores, um *dever de não exercer a função com o objetivo de retirar benefícios pessoais*⁷⁹.

Em síntese, é possível identificar três *casos-padrão*: *i)* a celebração de um negócio que ofereceria à sociedade ganhos sinergéticos; *ii)* a celebração de um negócio de que se teve conhecimento por força do exercício de funções; *iii)* a celebração de um negócio com utilização de pessoal ou de bens que pertençam à sociedade^{80/81}.

No fundo, e ressalvadas as devidas adaptações, a *proibição de aproveitamento das oportunidades de negócio da sociedade*, inserido no âmbito dogmá-

⁷⁷ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 763.

⁷⁸ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 763.

⁷⁹ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 763.

⁸⁰ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, "Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine), *cit.*, p. 763.

⁸¹ A jurisprudência norte-americana tem perfilhado uma certa uniformização sistemática, que se caracteriza, no essencial, pelo acolhimento de *soluções mistas* ou de *compromisso*, resultando da conjugação de uma das teorias clássicas – *teoria da expectativa* ou *ramo de negócio* – com critérios complementadores. Essa tendência tem-se acentuado a partir do *leading case* *Guth v. Loft*. Com efeito, partindo da *teoria do ramo de negócio*, o Supremo Tribunal do Delaware (*Delaware Supreme Court*), sinalizou outros critérios auxiliares ou complementadores: *i)* a capacidade financeira da sociedade em prosseguir individualmente a oportunidade; *ii)* o enquadramento da oportunidade no *ramo de negócio da sociedade*; *iii)* o interesse ou *expectativa*, em sentido não técnico, da sociedade em face dessa oportunidade e *iv)* o facto de a prossecução da oportunidade, a título individual, colocar ou não o administrador numa situação violadora dos deveres assumidos para com a sociedade; são disso exemplo modelar, entre muitos outros, *Yu Han Young v Chiu*, 49 AD 3d 535-536 (NY AD Dept 2008). Mais recentemente, alguns tribunais nova-iorquinos têm vindo a aplicar, conjuntamente, a *teoria do ramo de negócio* e a *teoria da justiça*, *Coastal Sheet Metal Corp v Vassallo*, 904 NY S 2d 62-64 (NY AD 1 Dept 2010).

tico do *dever de lealdade*, acaba por ser o *equivalente funcional* da *no conflict rule* e da *no profit rule* do Direito Inglês.

A significar que o *dever de lealdade*, enquanto expressão de um *dever fiduciário*, núcleo da posição jurídica dos administradores das sociedades comerciais, está estruturado, no direito inglês, em torno desses dois grandes princípios: a *no conflict rule* e a *no profit rule*⁸². A *no profit rule* veda, ao administrador, *todo o tipo de atuação da qual possa originar um conflito entre os interesses da sociedade e os seus interesses pessoais*⁸³⁻⁸⁴, enquanto que a *no profit rule* impede, esses mesmos administradores, de *obterem lucros ou proveitos através da posição fiduciária que ocupam, salvo se previstos no contrato de sociedade ou devidamente autorizados pelo órgão societário competente*⁸⁵⁻⁸⁶.

Deste modo, em termos sucintos, a doutrina das oportunidades societárias congrega dois tipos de actuações violadoras do *dever de lealdade*: *i*) a prossecução de oportunidades de negócio pertencentes à sociedade, denominada de *oportunidades societárias subjetivas*⁸⁷; e *ii*) a utilização (abusiva) de pessoas, informações ou bens pertencentes à sociedade para *fins pessoais*, designada de *oportunidades societárias objetivas*⁸⁸.

Na *primeira modalidade*, importa apurar se a sociedade tem ou não um *interesse* em prosseguir essa oportunidade de negócio. Na prática, se, e tendo em consideração a atividade comercial ou efetivamente desenvolvida, a pessoa coletiva obteria *ganhos sinergéticos*; fora desses casos,

⁸² Por essa razão, afirma a jurisprudência dos tribunais ingleses, que “*the “no conflict rule” and “no profit rule” to which fiduciaries such as directors are subject*”; *O Donnel v Shanahan* (2008).

⁸³ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “*Doutrina das Oportunidades Societárias (Corporate Opportunities Doctrine)*. Parte I”, in *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano V (2013), Almedina, Coimbra, (2014), número 3, p. 623, que seguiremos de muito perto, mesmo textualmente.

⁸⁴ *Industrial Development Consultants v Cooley* (1972) 2 All ER 162-176 (ROSKILL J), 171 e ss; *Bhullar v Bhullar* (2003), EWCA Civ 424, (JONATHAN PARKER LJ), 27-42.

⁸⁵ *Boardman v Phipps* (1966), 3 All ER , 721-762 (LORD HODSON).

⁸⁶ O princípio *no conflict rule*, ao contrário do *no profit rule*, encontra-se hoje vertido no *Companies Act 2006* (CA 2006), na section 175 (1) que reza assim: “*A director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interests of the company*”; sobre a *Companies Act 2006* e os deveres fiduciários nela inseridos, na doutrina inglesa, ANDREW KEAY, *Directors’ Duties*, Jordans, Bristol, (2009), pp. 264-278.

⁸⁷ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “*Doutrina das Oportunidades Societárias objectivas, bons costumes e dever de lealdade*”, in *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI (2014), Almedina, Coimbra, (2014), número 1, p. 299.

⁸⁸ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “*Doutrina das Oportunidades Societárias objectivas, bons costumes e dever de lealdade*”, *cit.*, p. 299.

o sistema não poderá limitar a *iniciativa privada* dos representantes da sociedade⁸⁹.

Na *modalidade objetiva*, o elemento chave não reside nas vantagens que a sociedade iria obter se prosseguisse um determinado negócio, mas no facto de o administrador ter *utilizado património* – em sentido amplo – da pessoa coletiva, tendo em vista a *satisfação dos seus interesses pessoais*, em prejuízo dos interesses da sociedade⁹⁰; sendo essa a razão pela qual a doutrina nacional afirma que, *sempre que exista um aproveitamento das oportunidades societárias, emerge um dever de restituição dos administradores das sociedades comerciais* (art. 71.º, n.º 4, art. 200.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau, art. 258.º, do Código Comercial Português)⁹¹.

3. A doutrina das oportunidades societárias, o dever de lealdade e a capacidade jurídica da sociedade comercial (art. 177.º, n.º 1, art. 180.º, n.º 1 e 2, do Código Comercial de Macau, e art. 6.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais de Portugal: relação de complementaridade funcional? Breves notas

Feitas as considerações dogmáticas que antecedem, no que respeita, por um lado, à arrumação dogmática em que assenta a *teoria das oportunidades societárias*, e, por outro lado, à sistematização jurisprudencial da mesma, surge, a nosso ver, conexa a esta temática, a questão de saber se existe uma *relação de complementaridade funcional* entre a *doutrina das oportunidades societárias*, o *dever de lealdade* dos administradores das sociedades comerciais (art. 245.º, n.º 1, art. 235.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau) e a *capacidade jurídica da sociedade comercial* (art. 177.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau e art. 6.º, nº 1, do Código das Sociedades Comerciais de Portugal).

Com efeito, como acima se deixou antecipado, a *quarta hipótese*, avançada pela doutrina portuguesa, é tributária do pensamento de *Brudney/Clark*, que apontaram para a ideia de *relacionamento funcional entre a oportunidade de negócio e a atividade social*, sustentando que seria proibida,

⁸⁹ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias objectivas, bons costumes e dever de lealdade”, *cit.*, p. 299.

⁹⁰ ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, “Doutrina das Oportunidades Societárias objectivas, bons costumes e dever de lealdade”, *cit.*, p. 299.

⁹¹ Pronunciando-se acerca da obrigação de restituir no caso de *desvio de oportunidades societárias*, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “Sobre a Obrigaçāo de Restituir dos Administradores”, in *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2011), p. 357.

inclusivamente aos administradores de *close corporations*, a apropriação de oportunidades de negócio que, se sobrepostas à atividade social, gerariam *ganhos sinergéticos não triviais*. Estão em causa as potencialidades de expansão e de diversificação da atividade social. Assim, uma empresa que exerce uma atividade industrial poderá ter interesse em adquirir participações sociais em empresas fornecedoras ou distribuidoras.

Assim, sendo certo que existe, tendencialmente, uma *identificação orgânico-material* entre a *oportunidade de negócio* e a *atividade social da sociedade comercial*, casos poderá haver em que, tendo como escopo primacial a expansão e diversificação da atividade social, essa *identificação* possa, de modo que se reputa teleologicamente fundado, surgir, de certo modo, *diluída*, mas *materialmente justificada*, tendo em vista o *escopo lucrativo* que perpassa toda a atividade social das sociedades comerciais.

Com efeito, a acima referida *quarta hipótese* polariza a sua análise nos casos tipológicos em que existe uma *identificação material* entre aquela (a *oportunidade de negócio*) e esta (a *atividade social da empresa*), mas olvida os casos em que, *fora* da atividade social da sociedade comercial, mas *dentro* do escopo lucrativo em que assentam as sociedades comerciais, poderão surgir boas e lucrativas oportunidades de negócio suscetíveis de criar *ganhos sinergéticos não triviais*.

É certo que esse *alargamento funcional* das oportunidades de negócio para *além do objeto social*, poderá implicar, natural e necessariamente, um simétrico *alargamento dos deveres fiduciários, rectius, do dever de lealdade*, dos administradores das sociedades comerciais. Mas esse alargamento é (tão só) aparente.

Na verdade, o *alargamento funcional* das oportunidades de negócio para *além do objeto social* da sociedade comercial é a *afirmação* (melhor se diria, *confirmação*) da *essencialidade funcional do dever de lealdade* dos administradores das sociedades comerciais; na medida em que, é consabido, o *duty of loyalty* busca o seu sentido hermenêutico, justamente, na prossecução de atividades funcionais, por parte dos administradores das sociedades comerciais, que visem realizar primacialmente o *interesse social* – cobra sentido afirmar-se que existe, neste âmbito, um *"direito de sequela"* do *interesse social* em relação ao *dever de lealdade*: este (o *dever de lealdade*) segue aquele (o *interesse social*) para onde quer que ele vá.

A esta luz, o *dever de lealdade* é, por um lado, o repositório modelar do *gestor criterioso e ordenado* (art. 235.º, n.º 2, do Código Comercial de Macau), e, por outro lado, é (sobretudo) um *nexo funcional* entre a gestão societária modelar, levada a cabo por *esse gestor criterioso e ordenado*, e a realização daquele *interesse social* (art. 245.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau).

Assim, a *abstenção de aproveitamento das oportunidades societárias*, por parte dos administradores das sociedades comerciais, simboliza (materializa) a *sacralização do dever de lealdade* e a realização do *escopo lucrativo* que subjaz à atividade social da pessoa coletiva.

Deste modo, mais do que *prosseguiir* (acriticamente) a *ditadura do objeto social* da sociedade comercial (art. 180.º, n.º 1 e 2, do Código Comercial de Macau, art. 6.º, n.º 1, do CSC), o administrador *deve maximizar* as oportunidades societárias de molde a, justamente, *maximizar* o lucro por *aquele* prosseguido; o que significa que o facto de a *oportunidade de negócio* não se *circunscrever* ao objeto social da sociedade comercial (mas a este conexa) *impede* o administrador da sociedade comercial de a *aproveitar em benefício próprio* – pense-se no caso de uma empresa de aviação, cujo *objeto social* são as *ligações aéreas* no espaço da União Europeia, a quem é apresentada a oportunidade de negócio de *adquirir participações sociais* de empresas que efetuam serviços privados de assistência a passageiros *em terra*.

Por conseguinte, *sempre* que o administrador da sociedade comercial se *abstém* de aproveitar em *benefício próprio* a *oportunidade societária* emerge o respeito pelo *dever de lealdade* para com a sociedade comercial, que sustenta, por um lado, os *seus deveres fiduciários*, e, por outro lado, avulta (ainda) a *prossecução do interesse social*, e por aí, o respeito pela *capacidade jurídica* da sociedade comercial (art. 177.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau e art. 6.º, nº 1, do Código das Sociedades Comerciais de Portugal).

O que bem se comprehende.

Na verdade, a (*dimensão temporal*) desse *dever de lealdade* do administrador para com a sociedade comercial encontra, não raro, as suas raízes no *investimento* realizado pela sociedade comercial na formação académica e profissional dos seus quadros dirigentes. Essas *despesas* realizadas pela sociedade comercial na formação dos seus quadros dirigentes têm como *objetivo imediato a valorização profissional* daqueles, e tem como *objetivo mediato a maximização futura* do valor intrínseco da sociedade comercial, possibilitada pelo *aproveitamento de lucrativas oportunidades de negócio*, criadas e prosseguidas, no *interesse social*, pelos seus *valiosos* quadros dirigentes.

De tal facto se infere que, a esta luz, o *dever de lealdade* dos administradores das sociedades comerciais encontra-se *funcionalmente ligado* à prossecução do *interesse social*, através do *aproveitamento de oportunidades de negócio* que garantam, pela sua solidez, a realização da *capacidade jurídica* da sociedade comercial e, inerentemente, o *escopo lucrativo* que perpassa (*toda*) a sua atividade social; donde a *complementaridade funcional* entre as *oportunidades societárias*, o *dever de lealdade* e a prossecução da *capacidade jurídica* da sociedade comercial.

Assim, é possível sinalizar uma *dimensão temporal*, de *longo prazo*, que caracteriza o *dever de lealdade* e que encontra expressão dogmática na figura das *ações de lealdade*⁹²; na figura do *reembolso societário*⁹³, e na construção jurídica do *dividendo de lealdade*⁹⁴.

Este entendimento, se bem vemos, encontra-se em *conformidade* com a doutrina maioritária e com o art. 9.º, n.º 1, n.º 2 da 1^a Diretiva⁹⁵, que,

⁹² "Que são um tipo de ações que atribuem benefícios especiais, como por exemplo em matéria de lucros ou de direitos de voto, em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo prazo. Esta figura assenta no pressuposto de que a participação ativa e interessada dos acionistas é benéfica"; Ver, JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, "Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo", in *Revista de Direito das Sociedades (RDS)*, Ano VI (2014), 2, Almedina, Coimbra, (2015), p. 448; no mesmo sentido, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "Novos rumos do direito societário europeu", in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 351.

⁹³ "O administrador recolhe legitimidade para tomar "decisões estratégicas ou fundamentais sobre os objectivos empresariais a longo prazo (...) O dever legal de reembolso societário (...) por aplicação (análogica) da norma do art. 1167.º, alínea d), do CC pressupõe que não tenha existido culpa do administrador (...) refere-se não a indiscriminadas ou indiferenciadas despesas suportadas pelos administradores, mas sim àquelas que se considerem conexionadas com a não incorrecção do desempenho funcional deste"; ver, por todos, MARIA ELISABETE RAMOS, "Reembolso Societário", in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2013), pp. 388-390.

⁹⁴ "Sistema de incentivo à participação e fidelização dos acionistas assente num esquema de dividendo de lealdade (...) no qual se distinguem os acionistas de curto prazo dos de longo prazo"; ver, por todos, FÁTIMA GOMES, "Dividendo de lealdade?", in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 406.

⁹⁵ O art. 9.º, n.º 1 e n.º 2 da 1^a Diretiva tinha a seguinte redacção "1. A sociedade vincula-se perante a terceiros pelos actos realizados pelos seus órgãos, mesmo se tais actos forem alheios ao seu objecto social, a não ser que estes actos excedam os poderes que a lei atribui ou permite atribuir a esses órgãos. Todavia, os Estados-Membros podem prever que a sociedade não fica vinculada, quando aqueles actos ultrapassem os limites do objecto social, se ela provar que o terceiro sabia, ou não podia ignorar, tendo em conta as circunstâncias, que o acto ultrapassava esse objecto; a simples publicação dos estatutos não constitui, para esse efeito, prova bastante. 2. As limitações aos poderes dos órgãos da sociedade que resultem dos estatutos ou de uma resolução dos órgãos competentes são sempre inoponíveis a terceiros, mesmo que tenham sido publicadas". Este regime jurídico é, consabidamente, tributário do pensamento jus-societário alemão, e funda-se, essencialmente, numa solução compromissória entre a *teoria dos poderes ilimitados e ilimitáveis* de inspiração alemã, e a *teoria da especialidade estatutária*, perfilhada em terras gaulesas, consubstanciada na ressalva da possível relevância do objeto social, em caso de prova pela sociedade de que o terceiro sabia, ou não podia ignorar, que o ato ultrapassava o objeto social; neste sentido, com base nos trabalhos preparatórios, na doutrina alemã, MATHIAS HABERSACK, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Beck, München, 3^a edição, (2006), p. 95; Em Inglaterra, a matéria da capacidade jurídica das sociedades comerciais era, até 1972, com a entrada na Comunidade Europeia e a necessidade de transposição da 1^a Directiva, marcada pela regência da doutrina *ultra vires*, de acordo com a qual a *capacidade jurídica* era *limitada* pelo *objeto social*; ver, na doutrina inglesa, JANET DINE, *Company Law*, 5 ed., Palgrave

no caso do n.º 1, foi transposto para o Código das Sociedades Comerciais, nos artigos 6.º, 192.º, 260.º, 408.º e 409.º⁹⁶.

Na verdade, a *capacidade jurídica* das sociedades comerciais não é limitada pelo *objeto social* (art. 180.º, n.º 1 e 2, do Código Comercial de Macau), como resulta claramente do art. 177.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau e do art. 6.º, nº 4, do Código das Sociedades Comerciais de Portugal⁹⁷.

Em contraponto, discute-se se o *fim social* limita a *capacidade jurídica* das sociedades comerciais⁹⁸. Assim, a *capacidade jurídica* das sociedades comerciais é *limitada* pelo *fim social*, entendido como *fim lucrativo*⁹⁹.

Subacente a este entendimento encontra-se a perspectiva de que o contrato de sociedade tem como elemento necessário a *finalidade lucrativa*¹⁰⁰, e, essencialmente, num plano teórico, o denominado *enlightened*

Macmillan, Hampshire, (2005), pp. 23-75; *apud*, PEDRO CAETANO NUNES, "Actos gratuitos, capacidade jurídica e vinculação das sociedades comerciais", in *III Congresso de Direito das Sociedades (DSR)*, Almedina, Coimbra, (2014), pp. 505-525, que vimos seguindo de muito perto.

⁹⁶ Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, "Vinculação das Sociedades Comerciais", in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Outubro 2014, Ano 6, Vol. 12, Almedina, Coimbra, (2014), p. 67.

⁹⁷ Ver, entre nós, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, "O abuso de representação como limite aos poderes do gerente", in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Lebre de Freitas*, Coimbra Editora, Coimbra, (2013), pp. 287-288; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, II, 4^a edição, Almedina, Coimbra, (2011), p. 190; PAULO DE TARSO DOMINGUES, "A vinculação das sociedades por quotas no Código das Sociedades Comerciais", in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, (2004), pp. 288-292; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 3^a edição, Almedina, Coimbra, (2011), pp. 388-389.

⁹⁸ PEDRO CAETANO NUNES, "Actos gratuitos, capacidade jurídica e vinculação das sociedades comerciais", *cit.*, p. 506.

⁹⁹ Ver, neste sentido, por todos, as obras de ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, "Código das Sociedades Comerciais em Comentário, *cit.*, p. 110; *Idem*, "Capacidade e representação das sociedades comerciais", in *Problemas do direito das sociedades*, IDET, Almedina, Coimbra, (2003), pp. 471-476; *Idem*, *Os poderes de representação dos administradores de sociedades anónimas*, Coimbra Editora, Coimbra, (1998), p. 283, nota 524;

¹⁰⁰ ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, "Código das Sociedades Comerciais em Comentário, *cit.*, p. 110; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, *cit.*, como na nota 97, (manifestando reservas quanto à aplicação do art. 980 do CC); em sentido oposto, FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, "O art. 6.º, do CSC, a capacidade jurídica da sociedade e a prestação de garantias a dívidas de outros sujeitos em conformidade com o interesse social e em caso de relação de domínio e de grupo", in *III Congresso de Direito das Sociedades (DSR)*, Almedina, Coimbra, (2014), p. 531, afirma que "Ao referir a capacidade ao fim, o n.º 1 do art. 6.º tem em vista o fim previsto no art. 980.º do CCiv, o escopo lucrativo"; no mesmo sentido, monograficamente, FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura associativa e participação societária*

value maximization, enquanto relação de mútua implicação entre a realização do interesse social, a pura maximização do lucro e a manutenção de boas relações com os stakeholders¹⁰¹, que impede que o administrador se sirva do seu cargo para conseguir negócios favoráveis à custa da sociedade¹⁰²⁻¹⁰³: é a expressão prática do *dever de legalidade da conduta dos administradores*¹⁰⁴ que permite à sociedade comercial enfrentar o presente e servir o futuro¹⁰⁵.

4. A doutrina da perda de chance de frutificação do património social a cargo dos gerentes e administradores das sociedades comerciais. Brevíssimas notas sobre a teoria das despesas desaproveitadas

Neste âmbito temático, a questão que se coloca é a de saber, que outras consequências *jus-societárias*, no âmbito do *dever de lealdade*, além do regime jurídico da *solidariedade passiva* constante do art. 249.º, n.º 4, do Código Comercial de Macau, emergem dos atos dos gerentes e administradores das

capitalística. Contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas, Coimbra, Coimbra Editora, (2006), pp. 173 e ss;

¹⁰¹ Ver, C. JENSEN, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", in *Business Ethics Quarterly*, 12, (2), pp. 245-253; BRADLEY W. BENSON/WALLACE N. DAVIDSON, "The Relation between Stakeholder Management, Firm Value, and CEO Compensation: A Test Of Enlightened Value Maximization", in *Financial Management*, (2009), p. 23; entre nós, monograficamente, FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Colecção Teses, dissertação de doutoramento, (2011), pp. 86-114.

¹⁰² Ver, ainda que no âmbito temático do art. 397.º, do CSC, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, "A aplicação do art. 397.º, do CSC às sociedades por quotas", in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, (2013), p. 559.

¹⁰³ Um sector da doutrina nacional fala, no âmbito da *proibição de aproveitamento das oportunidades de negócio da sociedade (corporate opportunities)*, de uma *concretização negativa do dever de lealdade*; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado, Códigos Comentados da Clássica de Lisboa*, António Menezes Cordeiro (Coordenação), Almedina, Coimbra, (2009), p. 244.

¹⁰⁴ MANUEL CARNEIRO DA FRADA, "O dever de legalidade: um novo (e não escrito?) dever fundamental dos administradores?", in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Outubro 2012, Ano 4, Vol. 8, Almedina, Coimbra, (2012), p. 67; no mesmo sentido, MARIA ELISABETE RAMOS, "Práticas restritivas da concorrência e deveres dos administradores de sociedades", in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Março 2014, Ano 6, Vol. 11, Almedina, Coimbra, (2014), pp. 132-139.

¹⁰⁵ AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, "O Código Comercial de Macau e os contributos do direito comparado", in *Direito das Sociedades em Revista (DSR)*, Outubro 2011, Ano 3, Vol. 6, Almedina, Coimbra, (2011), p. 151.

sociedades comerciais, causadores da *insuficiência* do património social para responder pelas dívidas aos credores sociais (art. 78.º, n.º 1, do CSC).

Com efeito, como acima se deixou antecipado, sobre os gerentes e administradores das sociedades comerciais *impende* um estrito *dever de frutificação do património social* (art. 177.º, n.º 1, do Código Comercial de Macau; art. 64.º, n.º 1, alíneas a) e b), do CSC), consubstanciado no aproveitamento das *oportunidades de negócio*, que, por seu turno, garantam, pela sua solidez, a *capacidade de gerar lucros* para a sociedade comercial e para os sócios, e, assim, *aumentar o seu lastro patrimonial*; podendo este (*rectius*, devendo) *responder* pelo pagamento das dívidas aos credores sociais, dentre os quais a Fazenda Nacional da Região Administrativa Especial de Macau.

Assim, denota-se uma *relação de mútua implicação* entre o *poder-dever de frutificação do património social*, que impende sobre os gerentes e administradores das sociedades comerciais, e o (tendencial) *aumento* do lastro patrimonial da sociedade comercial para responder pelo pagamento das dívidas aos *credores sociais*.

Numa palavra, a questão resume-se a saber se a inobservância do *poder-dever de frutificação do património social*, que impende sobre os gerentes e administradores das sociedades comerciais, configura uma vera *perda de chance de aumentar o lastro patrimonial da sociedade comercial*, e, na afirmativa, se essa *perda de chance*¹⁰⁶ poderá volver-se em *direito*, na esteira da doutrina alemã e nacional.

A resposta é positiva.

Na verdade, a figura da *perda de chance* é muito conhecida e aplicada noutros ordenamentos jurídicos – nomeadamente no francês¹⁰⁷ e no italiano¹⁰⁸ e a questão (candente) que se coloca neste quadrante temático é a de saber se, ao nível do *nexo de causalidade*, o conteúdo do comportamento do terceiro é *conditio sine qua non* para a não obtenção do *resultado final* ou se, diferentemente, a *conditio sine qua non* radica nas *possibilidades existentes* de *aquele resultado final* ser atingido.

¹⁰⁶ Na doutrina alemã, pronunciando-se abertamente a favor da admissibilidade da *perda de chance*, HELMUT KOZIOL, "Schadenersatz für den Verlust einer Chance?", in *Festschrift für F. STOLL zum 75. Geburstag*, Tübingen, Mohr Siebeck, (2007), pp. 233-250.

¹⁰⁷ Aludindo à crescente aplicação da figura da *perda de chance* pelos tribunais franceses e à multiplicidade de funções que é chamada a desempenhar; PATRICE JOURDAN, "Responsabilité Civile", n.º 3, in *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, Avril/Juin 2010, n.º 2, (2010), pp. 330 e ss.

¹⁰⁸ A jurisprudência italiana, de forma enfática, reconheceu a resarcibilidade do dano da *perdita di chance di guarigione e di sopravvivenza*; Neste sentido, Acórdão do *Corte di Cassazione*, de 04 de Março de 2004, in FI, Ano CXXIX, Maio 2004, n.º 5, (2004), pp. 1407 e ss.

Se optarmos pela segunda hipótese, e se se deslocar a atenção do plano (*aleatório*) do *resultado final*¹⁰⁹ para o terreno (*seguro*) das *possibilidades* existentes de esse *resultado final* ser atingido, a resposta quanto ao *nexo de causalidade* será diametralmente oposta¹¹⁰.

Porquanto, sendo o prejuízo considerado, a *perda de chance de aumento do património social da sociedade comercial*, como expressão de uma *ablação* de uma *possibilidade* presente aproveitamento de um conjunto (sólido) de *oportunidades de negócio*, e, logo, de violação do *poder-dever de frutificação do património social*, diminui exponencialmente a *possibilidade existente de esse resultado final ser obtido* (ou seja, de *aumento do património social da sociedade comercial suscetível de responder pelas dívidas aos credores sociais*), ferindo, assim, o núcleo essencial da *chance* de essas dívidas aos credores sociais serem solváveis pelo património social da sociedade comercial (art. 249.º, n.º 4, do Código Comercial de Macau).

Por conseguinte, sobre o legislador impende, nos termos acima frisados, um *dever de proteção*¹¹¹ dos *direitos fundamentais* dos cidadãos; e a *proteção* dos direitos fundamentais seria *inadequada* ou *insuficiente* se se exigisse a prova de uma relação de causalidade *certa* entre um comportamento que coloca em risco os direitos fundamentais e não se aceitasse a prova de uma relação de causalidade (*só possível* ou *provável*)¹¹².

Numa palavra, trata-se de *convolar* a própria *chance* num direito¹¹³. Por conseguinte, *todo* o fundamento da *perda de chance* passa a radicar no *próprio Direito*.

Na medida em que a *proteção das chances*, e a *tutela do aproveitamento das oportunidades de negócio*, são importantes para a *proteção dos direitos finalisticamente colocados em perigo* (a *sustentabilidade financeira* do Estado-Coletivo).

¹⁰⁹ RUI CARDONA FERREIRA, "A perda de chance – análise comparativa e perspectivas de ordenação sistemática", in *Revista O Direito*, Ano 144.º, 2012, Volume I, Director: Jorge Miranda, Almedina, Coimbra, (2012), pp. 36.

¹¹⁰ RUTE TEIXEIRA PEDRO, *A Responsabilidade Civil do Médico. Reflexões sobre a noção de perda de chance e a tutela do doente lesado*, Colecção do Centro de Direito Biomédico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, n.º 15, Novembro de 2008, Tese de Mestrado, Coimbra Editora, Coimbra, (2008), pp. 227 e ss.

¹¹¹ Referindo, no que se refere ao *dever de protecção*, que "a *perda de chance* é indemnizável como dano autónomo sempre que a sua preservação constitua um conteúdo da prestação debitória ou de um *dever de protecção*"; MANUEL CARNEIRO DA FRADA, "Danos societários e governação de sociedades (corporate governance)", *cit.*, pp. 17-29.

¹¹² No mesmo sentido, na doutrina alemã, NILS JANSEN, "The idea of a lost chance", in *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 19, (271-296), (1999), p. 292.

¹¹³ NILS JANSEN, The idea of a lost chance, *cit.*, p. 285.

dade Região Administrativa Especial de Macau)¹¹⁴, *pois em casos em que só resta uma chance, não há mais nada a perder senão a própria chance*¹¹⁵. Esta é a razão pela qual as pessoas encaram como muito importante que o Direito proteja estas *chances*. O Direito das Sociedades Comerciais não pode ficar aquém dessa *proteção*. Se a responsabilidade civil delitual (art. 78.º, n.º 1, do CSC) não protege as sociedades comerciais contra a *perda de chances*, contra a *perda de oportunidades de negócio*; não protege, do mesmo passo, o *Estado-Coletividade* (enquanto credor tributário), enquanto catalisador de receitas tributárias, primaciais para satisfazer as necessidades coletivas; ficando, assim, aquém das *exigências constitucionais*¹¹⁶.

Neste âmbito temático, inscreve-se a importância de tecer umas brevíssimas notas sobre a doutrina de inspiração germânica denominada de *despesas desaproveitadas*.

Com efeito, como acima se disse, o quadro dirigente da sociedade comercial ao infligir um *dano de perda de chance de frutificação do patrimônio da sociedade comercial* não está só a diminuir o lastro patrimonial da sociedade comercial suscetível de responder patrimonialmente perante os credores sociais. Está, e sobretudo, a minar a *relação de fidúcia* que sustenta o *dever de lealdade* devido à sociedade comercial. Mais. Está a olvidar que, num passado mais ou menos longínquo, a sociedade comercial apostou na sua valorização profissional; *valorização profissional*, essa, que implicou, naturalmente, um *conjunto de despesas* que, baldadamente, a sociedade comercial realizou tendo como *fim*, por um lado, a valorização profissional dos seus quadros dirigentes, e, por outro lado, de forma *mediata e reflexa*, a *maximização do lucro* que seria operacionalizado por *aqueles* quadros dirigentes (altamente) qualificados.

Este pensamento da frustração (*Frustrierungsgedanke*) foi proposto na primeira década do século XX pela doutrina alemã, e tem como ideia-base a *frustração de despesas realizadas para obtenção de um fim como um dano*¹¹⁷.

¹¹⁴ A esta luz se comprehende a razão pela qual “a jurisprudência francesa reconhece como dano não apenas a perda de chance, mas a simples criação de um risco”, LÖIS RASCHEL, “La délicate distinction de la perte de chance et du risque du domage”, in J.C.P., (2010), pp. 763 e ss.

¹¹⁵ Neste sentido, NILS JANSEN, The idea of a lost chance, *cit.*, p. 292.

¹¹⁶ Neste sentido, NILS JANSEN, The idea of a lost chance, *cit.*, p. 292; Referindo que “a perda de oportunidade pode desencadear responsabilidade de acordo com a vontade das partes (que erigiram essa “chance” a bem jurídico pelo contrato)”; Referindo que “a perda de oportunidade pode desencadear responsabilidade de acordo com a vontade das partes (que erigiram essa “chance” a bem jurídico pelo contrato)”; Neste sentido, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, Direito Civil-Responsabilidade Civil- O Método do Caso, Almedina, Coimbra, (2006), p. 104.

¹¹⁷ HANS FISCHER, “Der Schaden nach dem BGB”, in *KritVJSchr*, 47, (1907), pp. 68-76. Mais recentemente, a doutrina tem feito referência às *despesas de aquisição*, como despesas que

A este respeito, tem sido reforçada a *equiparação material* entre as *despesas desaproveitadas* e os *prejuízos* emergentes da *frustração do fim*, com o argumento, transponível para a nossa temática, que existe (*sempre*) uma *diminuição efetiva do património da sociedade comercial* que encontra, justamente, uma *resposta funcional no montante equivalente* (as *despesas desaproveitadas* na valorização profissional dos quadros dirigentes da sociedade comercial) que foi *perdido*, por *frustração do fim*, pelo *comportamento do lesante-quadro dirigente* (a *perda de chance* de frutificação do património social da sociedade comercial)¹¹⁸.

Horta, (Faial, Açores, com um relance do olhar para o Pico), 26 de Fevereiro de 2015.

se transformam supervenientemente, por *frustração do seu fim*, em *dano*; SUSANNE WÜRTHWEIN, *Schadensersatz für Verlust der Nutzungsmöglichkeit einer Sache oder für entgangene Gebrauchsvorteile*, Möhr Siebeck, Tübingen, (2002), p. 53.

¹¹⁸ Na doutrina nacional, tem sido entendido que “*as despesas desaproveitadas podem relevar, quando muito, apenas para a avaliação do dano resarcível mas não para a afirmação de um dano juridicamente relevante*”; PAULO MOTA PINTO, “*Despesas desaproveitadas e dano*”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Joaquim Gomes Canotilho*, BFDUC, Volume I: Responsabilidade: entre Passado e Futuro, Coimbra Editora, Coimbra, (2013), pp. 598-599.

RESUMO: No contexto da Sociedade Anónima, o surgimento da figura do credor financiador começa a assumir – em grande parte como resultado da crise económico-financeira instalada – uma importância decisiva e muitas vezes prevalente sobre a dos accionistas e do órgão de administração. Este texto procura analisar o impacto daquele credor na vida da sociedade e indagar alguns dos instrumentos que lhe permitem assumir esse papel determinante, que pode revelar-se excessivo e lesivo de interesses dos demais *actores* da sociedade. Como tal, discutir-se-ão os possíveis limites à sua actuação, associando-se tal debate a uma possível alteração de paradigma na governação societária, até agora altamente centrado na relação de agência.

Palavras-chave: *Corporate governance, debt-governance, financiamento societário, contrato de financiamento, credor financiador, activismo do credor.*

ABSTRACT: Largely as a result of the economic and financial crisis, the appearance of the financing lender figure in the context of the public company begins to take crucial importance, often prevailing over the shareholders' and the board of directors'. This paper analyzes the impact of that creditor in the company's life, focusing on the tools that allow him to play such a key role, which can be unreasonable and harmful to the interests of other company's *actors*. Therefore, we discuss the recognition of some limits to their actions, as well as whether the original paradigm of corporate governance, highly focused on the agency relationship, is shifting.

Keywords: Corporate governance, debt-governance, corporate financing, loan agreements, financing lender, lender activism.

INÊS SERRANO DE MATOS*

*Debt governance – O papel do credor activista***

When a corporation receives a \$ 10,000 loan from a bank it has got itself a full-fledged banker. But when that same corporation receives a \$ 10,000,000 loan from a bank, not only does it have a full-fledged banker, but also something akin to a partner.

* Assistente Convidada
da Faculdade de Direito
da Universidade de
Coimbra

ROBERT G. TURNER¹

** O presente trabalho corresponde, no essencial, ao Relatório apresentado no Seminário Especializado de Doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais, subordinado ao tema "Governação das PMEs", ministrado pelo Senhor Prof. Doutor Jorge Manuel Coutinho de Abreu, na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, no ano 2014/2015.

¹ A expressão identificada foi proferida numa aula por ROBERT G. TURNER, Professor de

1. Introdução²

O presente estudo versa, no essencial, sobre o papel crescentemente preponderante da figura do credor no âmbito do controlo, gestão e governo da Sociedade Anónima (doravante, "SA"). Ao longo desta análise aperceber-nos-emos de que o credor pode assumir, na realidade, um poder determinante (praticamente) a par do dos accionistas e administradores. Para tanto, pretendemos analisar o seu impacto e influência na vida da sociedade e bem assim indagar alguns dos instrumentos que lhes permitem assumir esse papel de destaque. Este trabalho visa igualmente, ainda que de modo necessariamente breve, avaliar a existência de limites à actuação do credor que pode revelar-se excessiva e lesiva de interesses dos demais *actores* da sociedade. E, por fim, faremos um balanço acerca do papel impactante deste novo poder no tradicional paradigma do *corporate governance*.

Não perdendo de vista a máxima de que "recapitular é capitular"³ a escolha do tema que genericamente enunciámos foi influenciada pelo seu carácter actual, inovador e relevante, sobretudo em tempos marcados por uma profunda crise financeira e económica.

Embora cientes de que este assunto ainda se encontra envolto numa (espessa!) bruma e, por assim ser, várias questões se lhe encontrarem associadas e ainda não tratadas, por impreverível necessidade de circunscrição do tema notamos que o presente estudo não tem qualquer pretensão de exaustividade sobre o seu objecto (e muito menos sobre essas várias discussões e questões latentes).

Esperamos, por um lado, que contribua para lançar algumas luzes sobre esta matéria e, por outro, sublinhar a necessidade de se lhe dedicarem mais algumas linhas. Certamente que em outro momento e lugar realizaremos uma análise mais aturada do mesmo.

Direito Bancário na *Florida State University*, apud JEFFREY JOHN HASS, «Insights into Lender Liability: An Argument for Treating Controlling Creditors as Controlling Shareholders», in: *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 135, n.º 5, 1987, [1321-1363], p. 1321.

² Por decisão pessoal da Autora, o texto não segue as regras do novo Acordo Ortográfico.

³ Esta é a expressão usada com ironia por J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governação das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, 2005/2006, p. 97.

2. A Governação Societária e o Surgimento do “Terceiro Poder”

2.1. A governação societária e o papel principal dos accionistas e administradores

Várias têm sido as noções propostas para o conceito de *corporate governance* ou, entre nós, governo ou governação das sociedades⁴. Sem nos querermos alongar acerca desta questão – mas sentindo, ao mesmo tempo, a necessidade de, na economia do presente trabalho, lhe fazer expressa referência –, podemos dizer que ela designa “o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades”⁵.

O movimento de *corporate governance* surge como resposta à ineficácia dos mecanismos de governo das empresas⁶ e à urgente necessidade do seu aperfeiçoamento, devido às preocupações sobretudo dos investidores acerca da fiabilidade dos mecanismos de fiscalização e controlo dos órgãos de administração⁷.

Com o principal fito de diluir os conflitos associados aos problemas decorrentes da separação entre o controlo e a propriedade das SA⁸, as principais práticas que o *corporate governance* tem tentado combater são, entre

⁴ O tema da governação societária tem feito correr muita tinta dado o seu interesse e actualidade. A avaliar pelos inúmeros estudos sobre o tema, tal tendência manter-se-á. Não há praticamente estudo nesta matéria que não comece por evidenciar a dificuldade ou mesmo a impossibilidade de apresentar uma definição unitária sobre a governação societária. Para mais desenvolvimentos sobre o fenómeno da governação das sociedades, veja-se, entre outros, PEDRO MAIA, «Corporate Governance em Portugal», in: *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (coordenação de FÁBIO ULHOA COELHO/MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), 2012, [43-86], pp. 43 e ss.

⁵ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governação das Sociedades...*, cit., p. 6.

Vd. a propósito da definição de governação das sociedades e das suas linhas de actuação, ARTUR SANTOS SILVA/ANTÓNIO VITORINO/CARLOS FRANCISCO ALVES/JORGE ARRIAGA DA CUNHA/ MANUEL ALVES MONTEIRO, *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance, 2006, disponível in: <http://www.cgov.pt>.

⁶ Por razões de facilidade expositiva, usam-se os termos “sociedade” e “empresa”, sem nenhuma diferenciação em mente. A propósito da impossibilidade de recondução da noção de *empresa* a um conceito enxuto, *vd.* J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. I, 6.^a Edição, 2006, p. 207.

⁷ Na Europa o primeiro acto de relevo surgiu no Reino Unido; a *London Stock Exchange* publicou, em Julho de 1992, o Relatório *Cadbury*, que teve impacto em diversos países da Europa.

⁸ O problema característico das SA da separação entre o controlo (a cargo da administração) e a propriedade (dos accionistas) é, possivelmente, a principal fonte dos problemas a que o governo societário pretende dar resposta.

outras, a insuficiente clareza das políticas de remuneração, a fragilidade dos accionistas minoritários e o aperfeiçoamento dos mecanismos de fiscalização interna e de gestão de riscos insuficientes.

Acontece, porém, que volvidos alguns anos sobre os escândalos financeiros que contribuíram para o afã do movimento do *corporate governance*, uma segunda vaga de escândalos se sucede pelo Mundo, em geral, e em Portugal⁹, em particular, que, infelizmente, tem sido palco de alguns (e bem significativos). Com efeito, a crise financeira de 2007¹⁰ proporcionou – além de todos os efeitos nefastos que se conhecem – a necessidade e dependência crescentes do recurso das sociedades ao financiamento, sendo que as respectivas fontes se revelam cada vez mais escassas, mas, de outra banda, a crise induziu também uma restrição de liquidez sobre o sistema financeiro português e os modelos prudenciais de avaliação de risco têm vindo a impor limites e cautelas ao nível do endividamento das empresas portuguesas¹¹.

Gabriela Figueiredo Dias explica que o aumento da dependência de financiamento por parte das sociedades, aliado ao facto de estas estarem excessivamente endividadas – em grande medida devido à sua diminuta autonomia financeira – justifica a preponderância do papel activista dos financiadores na actividade e no governo da sociedade financiada; esta, por seu turno, terá, em certa medida, de se subjugar a este poder em virtude da sua dependência e da posição de subserviência relativamente àqueles¹².

Com efeito e sobretudo antes das necessidades flagrantes do recurso ao financiamento, os dois poderes de monta nas SA eram o do accionista e o do administrador. A configuração da SA assente na designada *teoria da*

⁹ A propósito dos escândalos financeiros ocorridos nos últimos 25 anos, ironiza ANTÓNIO JOSÉ AVELÃS NUNES: “tais “escândalos” vieram desfazer o mito da transparência, da racionalidade e da eficiência dos mercados financeiros regulados e afectam negativamente a “honorabilidade das mais distintas” empresas de contabilidade e de consultadoria financeira e as “sagradas” agências de *rating*, todas elas comprometidas até à medula com as instituições financeiras e com os gestores das grandes empresas neste jogo de falsidade” – cfr. do Autor citado, «Uma leitura crítica da actual crise do capitalismo», in: *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. LIV, 2011, [1-163], p. 27.

¹⁰ Para uma análise detalhada da crise de 2007, vd. TIAGO BESSA, «Crise, regulação e supervisão de hedge funds», in: *RDS II*, Vol. ¾, 2010, [849-914], pp. 867 e ss..

¹¹ A este propósito será interessante a análise da Directiva 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho de 2013, recentemente transposta pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de Outubro.

¹² Vd. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder», in: *III Congresso da DSR*, Almedina, 2014, [359-383], pp. 363 a 365.

agência¹³ evidencia tal realidade. Há Autores que consideram que a governação das sociedades se estabeleceu com base numa equação que deixou à margem os direitos e deveres dos *stakeholders*¹⁴; outros consideram que o papel preponderante dos accionistas enquanto sujeitos decisivos no controlo societário fornece uma perspectiva incompleta do cenário real (e actual)¹⁵. Estas vozes começam a ecoar em tempos de mudança, em que os credores (pelo menos alguns) começam a assumir um papel activo¹⁶, não raras vezes decisivo, abandonando, assim, a zona de penumbra¹⁷.

¹³ Numa acepção simples a tão falada *teoria da agência* estuda a relação que se estabelece entre os principais (os accionistas) e os agentes (os administradores da sociedade) evidenciando o risco – ou por vezes o encorajamento – de os agentes adoptarem um comportamento oportunista com vista a adquirir vantagens para si ou para terceiros, potenciando o desequilíbrio da sociedade. Este comportamento imediatista originará os designados *custos de agência*. Para mais desenvolvimentos acerca da teoria da agência e dos custos a que a mesma dá origem, veja-se JOHN ARMOUR/HENRY HANSMANN/REINIER KRAAKMAN, «Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement», Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=1436555>.

O problema de agência resulta, assim, da subversão do dever fundamental dos administradores – o dever de administrar em favor dos interesses dos accionistas – em prol de outros interesses. A propósito de o dever fundamental dos administradores ser o “dever de administrar”, *vd.* MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, «A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores», in: ROA, 2007, Ano 67, Vol. I, [160-205], pp. 164 a 168. O Autor dirige uma crítica ao regime instituído pelo Decreto-lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, mais concretamente ao n.º 1 do art. 64.º CSC, no sentido de não ter logrado exprimir adequadamente aquilo que constitui a obrigação típica do administrador.

¹⁴ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS admite que a equação no âmbito da governação societária “estabeleceu-se crescentemente entre os direitos e as responsabilidades dos órgãos de gestão e dos accionistas, ao mesmo tempo que os direitos e as responsabilidades dos restantes *stakeholders* foram assim sendo deixados nas margens do *corporate governance*, ou mesmo para além delas” – cfr. da Autora referida, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., p. 362.

¹⁵ Neste sentido veja-se o estudo de YESHA YADAV, «The New Market in Debt Governance», Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 13-7, 2013, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=2225524>, p. 21.

¹⁶ Ao papel do credor durante a vida sã da sociedade – tendencialmente ignorado –, contrapõe-se o seu activismo num cenário de insolvência. Nesta fase de infortúnio da sociedade os credores têm um papel determinante, desde logo na decisão da sorte daquela, em sede de assembleia de credores (cf. arts. 72.º e ss. do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas – “CIRE”). Por seu turno, nesta fase débil da vida societária esbate-se o papel do accionista e do administrador, designadamente, na hipótese de titularem algum crédito sobre a sociedade, o mesmo será entendido como um crédito subordinado e, por isso, pago em último lugar (cf. arts. 48.º e 49.º CIRE) – não fosse a finalidade do processo de insolvência a satisfação dos credores (cf. n.º 1 do art. 1.º CIRE).

¹⁷ “À parte algumas normas do CSC que visam a sua protecção os credores não têm, à luz do direito societário, uma posição activa relevante na organização societária, nem meios

2.2. O Financiamento Societário e a delimitação da figura do credor em análise

Não raras vezes – e mais em alturas de crise – as sociedades necessitam de recorrer a fontes de financiamento, podendo estas ser mais ou menos regulares. Muitos podem ser os motivos subjacentes a esta necessidade de financiamento, desde o investimento num novo produto ou área de negócio, até à manutenção da actividade da sociedade.

A decisão de recurso ao financiamento, a forma da sua obtenção, a sua modalidade e demais decisões acerca da vida do crédito constituem decisões de gestão da sociedade e por isso serão, em princípio¹⁸, da competência do órgão de administração. No mundo ideal, os accionistas deveriam estar tão familiarizados com os projectos que necessitam de investimento como o próprio órgão de administração da sociedade. Todavia, as lacunas de informação e o absentismo característico de grande parte dos accionistas, sobretudo daqueles que não possuem uma participação social expressiva no seio da sociedade, potenciam decisões oportunistas e imediatistas

para influenciar e fiscalizar o órgão de administração. Nomeadamente, não têm a participação orgânica que têm os accionistas” – cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários na administração das sociedades comerciais e a sua responsabilidade», *in: DSR*, ano 6, Vol. 12, 2014, [231-265], pp. 233 e 234.

¹⁸ Sendo o órgão de administração o conselho de administração, o legislador, nos termos do art. 406.º do CSC, atribui-lhe os poderes de deliberar sobre qualquer assunto de administração da sociedade, apresentando o preceito em causa um elenco meramente exemplificativo dos assuntos que podem ser objecto de deliberação daquele órgão. Sobre matérias de gestão os accionistas só podem deliberar a pedido do órgão de administração, nos termos e para os efeitos do n.º 3 do art. 373.º.

Quando a este propósito referimos no corpo da exposição a expressão “em princípio” estamos a equacionar, por exemplo, a hipótese de o financiamento ser feito através de capital alheio, mais concretamente a emissão de obrigações, que, nos termos do art. 350.º do CSC, deve ser deliberada pelos accionistas, salvo se o contrato de sociedade autorizar que ela seja deliberada pelo conselho de administração. A este respeito ANTÓNIO SILVA DIAS coloca a questão de saber se no caso de o contrato de sociedade nada dizer, se a deliberação da assembleia de accionistas deve ou não definir expressamente todas as condições de emissão ou se podem delegá-las no órgão de administração, mesmo no que respeita à decisão da própria emissão. Causa perplexidade ao Autor o facto de a matéria de gestão competir ao conselho de administração e a emissão de obrigações dever ser, nos termos do n.º 1 do artigo 350.º, “deliberada pelos accionistas”. Para o desenvolvimento desta questão, veja-se ANTÓNIO SILVA DIAS, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, Quid Juris, 2002, pp. 120 e ss. e, também, C. OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 1998, p. 149.

dos administradores relativamente ao desenvolvimento ou financiamento de projectos que, não raras vezes, se revelam ruinosos para a sociedade¹⁹.

O financiamento das sociedades é, no essencial, realizado através do recurso a duas fontes: o capital próprio²⁰ e o capital alheio. Como bem explica José Engrácia Antunes²¹, o primeiro resulta das entradas dos sócios e das reservas da sociedade (mas também dos ágios, lucros transitados e das prestações suplementares); caracteriza-se fundamentalmente por "serem [meios financeiros] fornecidos à sociedade pelos seus próprios sócios, por naquela permanecerem um tempo indeterminado, por não garantirem aos seus aportadores qualquer remuneração certa, e ainda por representarem para estes um crédito subordinado em caso de falência empresarial".

No caso de financiamento por capitais alheios, o mesmo Autor afirma que estes "são fornecidos à sociedade por terceiros, por um tempo pre-determinado, e mediante uma remuneração certa". Mesmo dentro desta segunda categoria é possível distinguir-se entre os meios financeiros de curto prazo (crédito dos fornecedores, letras, livranças, entre outros) ou longo (designadamente o empréstimo bancário). É precisamente a influência e controlo por parte dos credores de longo prazo (os *bancos*²²), junto da sociedade financiada, que constituem o cerne do nosso estudo.

Em face da possibilidade de os credores decidirem contratar com um terceiro – o *vendedor de protecção* – a cobertura do risco decorrente do

¹⁹ Neste sentido veja-se CHARLES K. WHITEHEAD, «Creditors and Debt Governance», Cornell Legal Studies Research Paper No. 011-04, 2011, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=1760488>, p. 3.

²⁰ Dada a necessidade de circunscrição do tema, o estudo do auto-financiamento no seio da sociedade escapa à análise a que nos propomos.

²¹ Cfr. o prefácio escrito por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES em ANTÓNIO SILVA DIAS, *Financiamento de Sociedades...*, cit., p. 7.

²² Sem nos querermos alongar sobre a matéria do regime aplicável às instituições de crédito, deixaremos apenas umas breves notas de índole meramente remissiva. Nos termos da alínea a) do art. 3.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, os bancos são instituições de crédito. Nos termos da alínea p) do art. 2.º-A do referido diploma legal «instituição de crédito», [é] a empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria».

Como explica de forma simples FRANCISCO PINTO DA SILVA "os bancos disponibilizam o capital de terceiros aforradores, que fizeram depósitos naqueles mediante remuneração, a entidades que precisam desse capital e que também o remuneram, ficando os bancos com a diferença das taxas de juro que pagam aos aforradores e que cobram aos mutuários. Porém, na medida em que nisto consiste (simplisticamente) a sua actividade, pode-se considerar que, ao concederem empréstimos, os bancos estão a fazer investimentos" – cfr., do Autor citado, «A influência dos credores bancários...», cit., p. 231, nota 2.

incumprimento do crédito de que é titular, a sua análise estará igualmente debaixo da nossa mira.

3. O Activismo Societário

3.1. O activismo do financiador: o *terceiro poder* na sociedade²³

Ao lado dos dois típicos actores das SA – os accionistas²⁴ e os administradores – começa a ganhar relevo aquele que para uns Autores é identificado como o “terceiro poder”²⁵ (na sociedade) e, para outros, toma as vestes de “credor controlador”²⁶. Com efeito, o activismo societário por parte do financiador tornou-se ao longo dos últimos anos um fenómeno cada vez mais relevante na realidade da governação societária e isso tem despertado o interesse sobretudo de alguns Autores alemães e norte-americanos, sendo ainda uma realidade relativamente estranha ao nosso ordenamento jurídico.

Pode dizer-se que o activismo do credor financiador no âmbito da sociedade financiada consiste na participação activa, e não raras vezes decisiva, na gestão, governo ou controlo nas lides societárias. O objectivo principal é o acompanhamento de perto da vida da sociedade, procurando salvaguardar, claro está, a solvabilidade da mesma e assegurar a manutenção das circunstâncias que lhe permitiram conceder o crédito.

²³ Quando referimos a supremacia do credor financiador tal não significa, naturalmente, que todos aqueles que financiem a sociedade adquiram, por princípio, este papel de monta. É precisamente pelo facto de o nosso estudo se debruçar sobre essa categoria – a dos *aspirantes* a “terceiro poder” – que nos referimos a eles como tal.

Note-se, por outro lado, que o contrato de financiamento não é o único que confere uma posição privilegiada ao credor. Pense-se, a título de exemplo, nos casos em que a actividade desenvolvida pela sociedade depende em larga medida da obtenção de uma matéria-prima específica ou de fontes energéticas cuja oferta é controlada por poucos fornecedores e a ameaça da cessação do fornecimento coloca em causa a própria actividade da empresa.

²⁴ Conforme é sobejamente reconhecido o CSC confere diversos poderes ao órgão deliberativo, designadamente a eleição e destituição do órgão de administração (n.º 1 do art. 391.º e n.º 1 do art. 403.º), decisão da propositura de acções nos termos do art. 75.º e do art. 77.º, deliberar acerca das matérias de fusão, cisão e transformação (n.º 2 do art. 383.º), entre outras matérias que fazem parte das competências deste órgão social.

²⁵ A designação impressiva (e acertada) do credor como “terceiro poder” é de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., p. 359.

²⁶ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?», in: *RDS I*, 2009, [95-133], p. 95.

Parafraseando Gabriela Figueiredo Dias, o poder de influência dos credores financiadores tanto pode ter impacto ao nível do *debt governance* (que respeita às vicissitudes e ao governo da própria dívida) como do *corporate governance* (influência no exercício da direcção e controlo da sociedade, assegurando a optimização do seu desempenho)²⁷. A ingerência e influência podem configurar-se de modo muito variável e dependem de diversos factores, designadamente do que for estipulado nas cláusulas apostas nos contratos celebrados entre a sociedade e o credor financiador.

Pese embora esta seja uma realidade pouco explorada, o activismo do financiador já desperta algumas preocupações ao nível da necessidade de limitação do seu poder que se revela, amiúde, desproporcionado. Este facto já indica a sua potencial nocividade. Como salienta Ana Perestrelo de Oliveira, “o controlo «excessivo» do credor sobre a sociedade (...), transformando-o em *insider* e [fá-lo] incorrer em deveres e responsabilidades (v.g. deveres fiduciários) equivalentes aos do verdadeiro e próprio sócio controlador”²⁸.

3.2. O activismo assegurado por via do contrato de financiamento

Em regra, a obtenção de financiamento da sociedade com recurso ao crédito²⁹ tem como contraparte uma instituição financeira³⁰, *maxime* um banco. Acontece que os vários riscos a que a actividade da banca está sujeita – sobretudo em tempos marcados por uma profunda crise económico-financeira – impõem a este sector diversas obrigações, com vista a promover a transparência e confiança tanto junto dos seus investidores como de entidades reguladoras, mormente quando impera a desconfiança generalizada no sector.

²⁷ Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., p. 374.

²⁸ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...», cit., p. 96.

²⁹ O conceito de crédito pode ser definido como “cedência da disponibilidade efectiva de um bem por uma compensação futura, consistente em um bem análogo ao primeiro, podendo assumir diversas modalidades, como a abertura de crédito, o descoberto em conta, a antecipação bancária, o desconto bancário, o crédito documentário, o crédito ao consumo, entre outras” – cfr. SUSANA AZEVEDO DUARTE, «A Responsabilidade dos Credores Fortes na Proximidade da Insolvência da Empresa: A Celebração de Acordos Extrajudiciais e a Tutela dos Credores Fracos», in: *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais* (coordenação de MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), Coimbra: Almedina, 2013, [183-235], p. 190.

³⁰ O conceito de instituição de crédito encontra-se definido por ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 3.^a Edição, Almedina, 2006, pp. 783 e ss..

No âmbito da concessão de crédito as cautelas a adoptar por parte de um banco significam que o financiador, antes de avançar com o financiamento, terá de se munir das informações mais fidedignas e completas acerca da *saúde* da sociedade, plasmadas sobretudo na contabilidade da mesma. A obrigatoriedade de a sociedade se dar a conhecer deverá funcionar como uma condição estabelecida *a priori* para o banco ajuizar da viabilidade da concessão do financiamento. Este momento corresponde a uma verdadeira *due diligence* (ou pelo menos assim deveria ser) à sociedade financiada, o que poderá significar um aproveitamento por parte do banco da situação de vulnerabilidade financeira em que a sociedade se encontra.

A posição privilegiada de que estes credores beneficiam advém, segundo Gabriela Figueiredo Dias³¹, de três aspectos essenciais: (i) da informação a que os financiadores têm acesso e a que, muitas vezes, os próprios accionistas só terão nas condições previstas no CSC; (ii) da relação de superioridade que se cria com base na necessidade da obtenção do financiamento; e (iii) da possibilidade de inserção de cláusulas no contrato de financiamento, que permitam aos credores terem “voz” quer ao nível das decisões acerca do governo e da gestão da sociedade, quer ao nível do governo da própria dívida em si, designadamente quando surja uma ameaça à solvabilidade da sociedade que inquine os pressupostos em que se baseou a contratação. Ademais e reforçando a ideia de supremacia, o credor além da aposição das cláusulas no contrato de financiamento que lhe permitem impor a sua vontade no âmbito social, conforme analisaremos, não descurará a exigência da prestação de garantias³² aptas a satisfazer o crédito, *just in case...*

O poder assegurado ao banco por via do contrato de financiamento será, julgamos, aquele que potencialmente lhe conferirá um mais impessoal activismo societário³³⁻³⁴. Na verdade, o princípio basilar da auto-

³¹ Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., p. 367 e ss..

³² Das garantias exigidas destacam-se, tradicionalmente, a hipoteca e o penhor bancário.

³³ Dada a complexidade do tema e a necessidade de circunscrição do tema, os mecanismos de *leveraged finance* não serão objecto deste estudo. Nestes casos o que acontece é que a empresa é financiada com fundos superiores aos considerados normais, o que significará uma dívida superior à normal e, consequentemente, um risco muito superior. Este tipo de financiamento tem em vista, normalmente, objectivos temporários. Igualmente afastado deste estudo ficará um instrumento alternativo ao *leveraged finance*, a denominada dívida *mezzanine* (dívida subordinada) que significa que o crédito só será restituído depois de pagas todas ou algumas das dívidas da sociedade.

Uma outra situação que também escapará à nossa análise é a tomada do controlo da sociedade por via da aquisição de *distressed debt*. De uma forma abreviada, pode dizer-se que esta dívida é emitida por uma sociedade em situação económica difícil e, por isso,

nomia privada previsto no art. 405.º do Código Civil (“CC”), enquanto princípio geral de Direito Privado, permite às partes (a sociedade e o financiador) conformar o conteúdo das suas vontades, tal como estipulado nas cláusulas do contrato outorgado por ambas³⁵.

No espaço anglo-americano são vulgares os designados *covenants*³⁶ que configuram “obrigações acessórias (à obrigação principal de restituição do capital mutuado, acrescido de juros) para a sociedade financiada, positivas ou negativas, conforme imponham ou proíbam determinadas condutas”³⁷. Estas cláusulas têm vindo a tornar-se reconhecidas e aplicadas

com um grau de incumprimento muito elevado, donde resulta uma remuneração (da dívida) a uma taxa muito elevada. A forma de encarar o controlo dos credores por via da aquisição desta dívida é divergente. Se alguns Autores vislumbram a possibilidade de obtenção de um plano de recuperação aceitável, outros encaram estes investidores como “abutres”, que apenas querem o controlo da sociedade à custa dos demais actores sociais. Os *hedge funds*, pelas características que lhes são inerentes, são figuras que muitas das vezes são apelidadas como tal. Para mais desenvolvimentos acerca das referidas matérias excluídas da nossa análise, veja-se ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...», cit., pp. 98 e ss.. A propósito da actuação destes fundos, veja-se o nosso «Hedge Fund: o accionista que nunca dorme?», no prelo (*Estudos em homenagem ao Prof. Doutor A.J. Avelãs Nunes*).

³⁴ Comummente os Autores admitem que no seio das sociedades perfilam-se *credores fortes* e *credores fracos*, constituindo os bancos um exemplo típico primeiros. Tal designação foi adoptada também por MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a "Desconsideração da Personalidade Jurídica"*, Colecção Teses, Coimbra: Almedina, 2009, p. 169, nota 152. A Autora chama à colação algumas distinções operadas por outros Autores das quais distinguimos: (a) os credores fortes são aqueles cujos créditos têm origem em responsabilidade contratual, dos credores fracos cujos créditos provêm da responsabilidade extracontratual; ou (b) há a diferenciação entre os *adjusting* e *non adjusting creditors*, “incluindo no âmbito dos segundos aqueles credores que não alteram os termos nos quais concedem o crédito de acordo com as características de risco do devedor (entre outros, cabem aqui os credores cujos créditos têm origem na responsabilidade delitual e aqueles credores voluntários que não têm capacidade económica para suportar os custos de uma negociação dos termos de contratação que permita gerir o risco assumido em cada transacção)”.

³⁵ O problema da admissibilidade das referidas cláusulas será objecto de análise no ponto seguinte.

³⁶ Como bem evidencia JOANA PEREIRA DIAS, regra geral no caso dos *covenants* as obrigações apenas se encontram do lado do mutuário e não o contrário – cfr. da Autora referida, «Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança: a *pari passu*, a *negative pledge* e a *cross default*», in: *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Teles*, Vol. IV, Coimbra: Almedina, 2003, [879-1029], p. 905.

³⁷ Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., p. 237. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA afirma que os *covenants* permitem aos credores “determinar contratualmente a condução dos assuntos sociais dos respectivos devedores, atribuindo-lhes, por seu lado, as situações de incumprimento o poder (*leverage*) para renegociar um con-

na Europa continental em virtude da globalização e da interdependência dos mercados financeiros.

Na esteira de Ana Perestrelo de Oliveira, as referidas cláusulas podem ser sistematizadas da seguinte forma: "(i) cláusulas relativas ao fornecimento de informação (*reporting covenant*), que exigem ao devedor a entrega de cópias dos documentos de prestação de contas [...] bem como a comunicação de eventos relevantes [...]; (ii) cláusulas tendentes a garantir a solvência da sociedade (*financial covenants*) [...]; (iii) cláusulas proibindo a disposição de bens sociais (*disposal of assets covenant*) [...]; (iv) cláusulas que visam preservar a identidade da sociedade devedora durante o empréstimo (*change of business covenant*); (v) cláusulas que proíbem a alteração da estrutura de propriedade da empresa (*ownership clause*) e, bem assim, no caso de recuperação informal da empresa, cláusulas que determinam modificações ao nível do órgão de gestão; (vi) cláusulas que impedem a constituição de novas garantias (*negative pledge covenant*); e, finalmente, (vii) cláusulas que implicam o vencimento da obrigação em caso de incumprimento (*events of default*), incluindo este o não pagamento da dívida ou a violação de outra obrigação contratualmente estabelecida com o credor [...]"³⁸⁻³⁹.

Aqui chegados e em jeito de ponto de situação, julgamos poder resumir – seguindo de perto Francisco Pinto da Silva⁴⁰ – as cláusulas que, na prática, julgamos serem mais comuns: (a) cláusulas que impõem deveres de informação; (b) cláusulas que impõem restrições ao investimento; (c) cláusulas que impõem restrições ao financiamento; (d) cláusulas com restrições à disposição de activos; (e) cláusulas limitadoras de alterações fundamentais na sociedade; e (f) cláusulas que impõem restrições à distribuição de dividendos.

É ainda equacionável a hipótese de estes credores financiadores celebrarem acordos parassociais⁴¹ com os accionistas, nos quais incluam, por

trolo ainda mais intenso dos devedores confrontados com dificuldades financeiras" – cfr. da Autora citada, «Os credores e o governo societário...», cit., p. 103.

A este propósito, refira-se a designada *agency theory of covenants* (ATC), que evidencia o risco do desalinhamento de interesses entre a sociedade financiada e o credor financiador.

³⁸ Cfr. IDEM, *Ibidem*, pp. 103 e ss.

³⁹ Estas cláusulas são, geralmente, mais restritivas no caso dos contratos de empréstimo do que na emissão de obrigações, uma vez que em caso de incumprimento seria mais complicado reunir os vários obrigacionistas para as renegociar.

⁴⁰ Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., pp. 239 e ss..

⁴¹ Embora o art. 17.º do CSC se refira a acordos parassociais como "acordos celebrados entre todos ou entre alguns sócios", cremos que não nos devemos ficar por uma interpretação literal do preceito. Entendemos assim que deverá ser igualmente admissível e conside-

exemplo, cláusulas de *drag along* e/ou *tag along*, com vista a condicionar a transmissibilidade das ações. Gabriela Figueiredo Dias a este propósito alerta que “qualquer desenvolvimento nesta matéria [deve ter] em consideração que será porventura mais perversa a introdução de restrições deste tipo pelos credores sociais do que pelos accionistas (...). Deve (...) ser introduzido um regime de transparência muito rigoroso, (...) estas limitações são susceptíveis de introduzir distorções muito relevantes na dinâmica accionista da sociedade, que devem ser conhecidas de todos e ponderadas na tomada de decisões de investimento e desinvestimento”⁴².

Todavia, conforme melhor se observará no ponto seguinte, o *transplante legal* destas cláusulas dos EUA para o nosso ordenamento jurídico não poderá operar sem atender a algumas especificidades do ordenamento jurídico nacional.

A superioridade de que beneficiam estes *credores fortes* – em resultado da adopção das referidas cláusulas – não surge desacompanhada das suas consequências perniciosas para a sociedade, os accionistas e os *stakeholders*. A possibilidade de influenciar as decisões do órgão de administração em assuntos respeitantes à gestão da sociedade pode desencadear comportamentos oportunistas, desalinhados com os interesses daqueles sujeitos; basta que se pondere que, não raras vezes, o interesse do credor é o de receber o seu crédito o mais rápido possível (principalmente se tiver contratado com um terceiro a cobertura do risco decorrente do incumprimento contratual) e o interesse dos accionistas é um interesse que se prende com o sucesso da sociedade, um interesse que será em princípio de longo prazo, pois está em causa o sucesso de algo de que é proprietário.

Esta questão dos conflitos de interesses também poderá ser encarada sob uma diferente perspectiva. O credor ao receber uma quantia predeterminada prevista no contrato revela-se avesso a políticas de investimento arriscadas; contrariamente ao accionista cujo valor da participação ou dos dividendos auferidos variam de acordo com o valor da empresa e, por isso, pode sentir-se incentivado a incorrer em políticas mais arriscadas, situação que se revela mais aliciante em situações de crise na sociedade.

rado como tal o acordo celebrado entre sócios e terceiros (neste caso o financiador). Neste sentido, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 2.ª Edição, Coimbra: Almedina, 2007, p. 155, nota 150 e MARIA DA GRAÇA TRIGO, *Os acordos parassociais sobre o exercício do direito de voto*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 1998, p. 147.

⁴² Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., pp. 381 e 382.

3.3. Da admissibilidade das cláusulas apostas no contrato de financiamento⁴³

As cláusulas de que vimos tratando são, evidentemente, criações da *praxis*⁴⁴, produto de uma engenharia jurídica cada vez mais notável, fruto da liberdade contratual. A liberdade de modelação do conteúdo do contrato surge, em grande medida, para dar resposta às exigências do mercado e do comércio jurídico. Como afirma Joana Pereira Dias, “a concepção que preside à autonomia da vontade das partes baseia[-se] numa ideia de auto-regulação de interesses que tem, por sua vez, no seu esteio a concepção de que as partes, pela experiência directa que têm da prática negocial, das exigências e problemas que aí se colocam, estão em melhores condições do que o legislador para regularem esses interesses e a proporcionarem os fins que visam alcançar, tratando-se, em última instância, de uma questão de maior flexibilidade e eficácia de tutela jurisdicional”⁴⁵. Este princípio não é, contudo, ilimitado.

A questão da admissibilidade das cláusulas apostas nos contratos de financiamento deverá ser avaliada tendo em consideração, principalmente, dois casos diferentes: (1) as matérias objecto das cláusulas encontram-se na esfera das competências do órgão de administração (questão diferente – e a colocar *a posteriori* – é a da sua conciliação com o princípio da independência da administração); e (2) as matérias objecto das cláusulas, de acordo com a repartição de competências dos órgãos sociais consagrada no CSC, são da competência da assembleia geral e não do órgão de administração.

No que tange ao caso (1), o princípio da independência da administração nas SA é de tal modo vincado que mesmo os accionistas, em princípio, não podem dar instruções à administração. Contudo, atentos os poderes de que o financiador pode dispor, nomeadamente a possibilidade de dar indicações e/ou instruções à administração da sociedade financiada, tal cenário poderá causar alguma estranheza pela dificuldade de compatibilizar esta intromissão com aquele princípio. Com efeito, são assinaláveis algumas normas que o concretizam: os n.ºs 2 e 3 do art. 373.º e o n.º 2 do art. 17.º, ambos do CSC. Estes preceitos estipulados como salvaguarda da

⁴³ A presente secção não tem qualquer pretensão de exaustividade, quer em virtude da complexidade quer da extensão que este tema reveste.

⁴⁴ Atenta a complexidade das negociações subjacentes à celebração do contrato, cremos ser residual o recurso a cláusulas contratuais gerais, sobretudo em negócios mais complexos que não se compadecem com a coarctação das suas vontades, característica daquelas estipulações.

⁴⁵ Cfr. JOANA PEREIRA DIAS, «Contributo para o estudo...», cit., p. 893.

independência da administração, acentuam a dificuldade de compreender a possibilidade (quando não a vulgarização) da inserção nos contratos das cláusulas anteriormente identificadas.

A propósito do poder de ingerência e de controlo da vida societária que as aludidas cláusulas podem proporcionar, recorda Ana Perestrelo de Oliveira⁴⁶ que apenas nos casos de celebração do contrato de subordinação ou no caso de domínio total é que a sociedade directora ou a sociedade que domine totalmente tem o poder de dar instruções à sociedade subordinada ou à sociedade dominada. A Autora segue o seu raciocínio assinalando que maiores hesitações se colocam por inexistirem no nosso ordenamento jurídico – inversamente ao que acontece com as sociedades em relação de grupo – normas de protecção com escopo idêntico ao dos artigos 501.º a 504.º. Evidencia a Autora que tampouco existe um artigo que disponha acerca da figura do credor controlador, como acontece relativamente ao sócio controlador, previsto no n.º 4 do art. 83.º.

Acontece que a inexistência de preceitos que regulem a figura do credor controlador e a responsabilidade decorrente da sua actuação não poderá justificar, *tout court*, a inadmissibilidade das cláusulas. Cumpre sim analisá-las casuisticamente à luz da autonomia privada e dos interesses em questão e com respeito pelos princípios jurídico-societários consagrados. A cautela a ter na análise das cláusulas prende-se particularmente com o facto de os interesses que lhe subjazem serem interesses muito sensíveis (do facto de, muitas vezes, a manutenção do funcionamento da sociedade depender precisamente da celebração desses contratos) e do facto de os bancos desenvolverem uma actividade vital à manutenção do sistema económico, pelo que uma postura demasiado restritiva na análise das mesmas pode, potencialmente, ser nociva para o regular funcionamento do mercado.

No que respeita ao caso (2) – as matérias objecto das cláusulas serem da competência da assembleia geral e não do conselho de administração – merecem especial atenção as cláusulas de limitação de alterações fundamentais na sociedade e as cláusulas de restrição à distribuição de dividendos⁴⁷.

A importação destas cláusulas dos EUA para o nosso ordenamento jurídico não poderá operar sem mais, desde logo pela diferença dos poderes do órgão de administração nos EUA quando comparados com os previstos na legislação portuguesa. Pode acontecer, conforme já tivemos oportu-

⁴⁶ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...», cit., pp. 108 e ss..

⁴⁷ Por nos parecerem acertados, seguiremos de perto a sistematização e os ensinamentos de FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., pp. 240 e ss..

tunidade de avançar, que algumas das matérias previstas nos contratos de financiamento, designadamente a matéria da fusão e cisão (dentro da categoria das cláusulas de limitação de alterações fundamentais), sejam matérias cuja deliberação compete à assembleia geral. Não se percebe, no imediato, como se pode articular esta distribuição de competências com o facto de o órgão de administração, vinculando a sociedade, contratar com a instituição de crédito a possibilidade de dispor sobre matérias que não se encontram dentro da sua esfera de competências. A solução poderá passar por, “paralela à da sociedade, [haver] uma vinculação dos accionistas, o que pode ser concebível em algumas sociedades anónimas com poucos accionistas ou com o capital pouco disperso, como é comum em Portugal. Ou, nos casos das restrições à fusão, cisão ou transformação da sociedade, (...) [serem] interpretadas como limitando a elaboração e apresentação por parte do conselho de administração à assembleia geral de projectos de fusão ou de cisão ou de relatório justificativo da transformação da sociedade”⁴⁸.

No que respeita às cláusulas que impõem restrições à distribuição de dividendos, em face das dúvidas que se colocam relativamente à sua admissibilidade, acompanhamos Francisco Pinto da Silva defendendo que “cláusulas destas só poderão ser redigidas (ou interpretadas) como uma restrição à proposta pelo órgão de administração de distribuição de dividendos”⁴⁹.

Ademais, alerta ainda o Autor citado que “o art. 294.º (e o 217.º) impõe a distribuição de pelo menos metade dos lucros do exercício legalmente distribuíveis (...). Como tal, para a eficácia de *covenants* que limitem totalmente a distribuição de dividendos, poderá ter de concorrer, de qualquer modo, o acordo dos accionistas”⁵⁰.

3.4. (Outras) Formas de *ingerência* na sociedade – algumas considerações

O *entorse* ao princípio da independência da administração causado pela ingerência na vida da sociedade que pode ser conquistada pelo credor bancário não constitui um caso isolado. De facto, vários são os casos em que estamos perante influências que parecem violar as regras de repartição de competências entre os órgãos da SA.

⁴⁸ Cfr. IDEM, *Ibidem*, pp. 241 e 242.

⁴⁹ Cfr. IDEM, *Ibidem*, p. 242.

⁵⁰ Cfr. IDEM, *Ibidem*, p. 242.

Passemo-los então em revista⁵¹:

(1) A figura do sócio controlador ou influenciador⁵² encontra-se prevista no n.º 4 do art. 83.º, preceito que se encontra na parte geral do CSC e que prevê uma responsabilidade solidária do sócio que, por alguma das formas previstas na norma, destitua ou faça destituir gerente, administrador ou membro do órgão de fiscalização e através da sua influência determine essa pessoa a praticar ou omitir um acto, respondendo solidariamente com ela caso esta incorra, nos termos da lei, em responsabilidade para com a sociedade ou com os sócios. Na esteira de Rui Pereira Dias, o preceito em causa tem, fundamentalmente, a finalidade de protecção do património da sociedade e dos accionistas e visa a defesa da “autonomia da formação de vontade da sociedade, perante influências violadoras das regras de repartição de competências entre órgãos sociais”⁵³. O Autor conclui no sentido de a norma não se limitar a conceder o alargamento dos sujeitos relativamente aos quais se pode invocar a responsabilidade, mas, mais do que isso, tem em vista a sanção do comportamento do sócio que, desrespeitando as regras de competência, exerce um poder sobre o administrador e, por via disso, lese aqueles que têm a faculdade de invocar a norma para responsabilizá-lo.

(2) Uma outra figura a atender, mesmo estando “na sombra”⁵⁴, é a do *administrador de facto*. De acordo com J. M Coutinho de Abreu considera-se “administrador de facto (em sentido amplo) quem, sem título bastante, exerce, directa ou indirectamente e de modo autónomo (não subordinadamente), funções próprias de administrador de direito da sociedade”⁵⁵. O administrador de facto é um sujeito societário que não se encontra previsto no CSC, pelo que serão a jurisprudência e a doutrina a dar contornos à figura⁵⁶. Os traços que parecem caracterizá-la são: “i) o exercício de

51 Acompanharemos de perto FRANCISCO PINTO DA SILVA no excuso que o Autor faz acerca da mesma matéria – cfr. idem, *ibidem*, pp. 245 e ss.

52 Cfr. RUI PEREIRA DIAS, *Responsabilidade por Exercício de Influência sobre a Administração de Sociedades Anónimas: uma análise de direito material e direito de conflitos*, Coimbra: Almedina, 2007, p. 128.

53 Para mais desenvolvimentos, *IDE*, *Ibidem*, pp. 114 e ss..

54 No Reino Unido à figura do *shadow director* contrapõe-se a do *de facto director*.

55 Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, «Responsabilidade civil dos Administradores de Sociedades», in: *Cadernos n.º 5*, IDET, 2.ª Edição, Almedina, 2010, p. 101.

56 A este propósito o Autor identifica uma série de exemplos muito elucidativa que permite distinguir, mesmo dentro da figura do “administrador de facto” outras *subfiguras*, a saber: (a) administradores de facto aparentes; (b) administradores de facto ocultos sob outro título; e (c) os administradores na sombra. Cfr. *IDE*, *Ibidem*, pp. 100 e 101 e RICARDO COSTA, «Responsabilidade civil societária dos administradores de facto», in: *Temas Societários*, IDET, Colóquios n.º 2, Almedina, 2006, [23-43].

funções de gestão legalmente reservadas ao órgão de administração; ii) a ausência de legitimação formal; iii) o exercício de modo continuado; iv) a autonomia decisória, própria dos administradores de direito, seja em substituição ou em colaboração com os administradores designados; se não numa posição de domínio, numa posição de paridade e nunca subordinadamente⁵⁷. Assim e desde logo fazendo apelo à velha máxima que exige a correlação entre o exercício de um poder e a sua responsabilização, temos como certo que o administrador de facto há-de estar sujeito a responder civilmente perante a sociedade e os *stakeholders*. Mas sob que égide?

Pois bem, analisada a questão de modo simplista, parecem existir duas correntes: (i) a da aplicação imediata dos arts. 72.º e ss.⁵⁸; e (ii) a da aplicação dos arts. 72.º e ss. por via do apoio do art. 80.º⁵⁹. Independentemente da via escolhida é por demais evidente a necessidade de lançar mão dos mecanismos de responsabilidade previstos na parte geral do CSC.

(3) No âmbito das sociedades coligadas (arts. 481.º e ss.) deverá atentar-se no caso das sociedades em relação de domínio, previstas no art. 486.⁶⁰ Esta última norma prevê a possibilidade de a sociedade dominante exercer “influência dominante” sobre a sociedade dependente. O n.º 2 identifica, exemplificativamente, os três instrumentos que funcionam como presunções (ilidíveis) da existência de influência dominante. A lei peca, todavia, pela ausência (praticamente⁶¹) de consagração dos efeitos do domínio. Em face desse silêncio, terá de se integrar a lacuna por aplicação

⁵⁷ Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., p. 249.

⁵⁸ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores (notas sobre o art. 379.º do Código do Trabalho)», in: *Miscelâneas* n.º 3, IDET, Coimbra, 2004, pp. 44 e 45 e Ricardo COSTA, «Responsabilidade civil...», cit., 36-40.

⁵⁹ Neste sentido veja-se MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade...*, cit., pp. 468 e ss. e TÂNIA MEIRELES DA CUNHA, *Da Responsabilidade dos Gestores de Sociedades perante os Credores Sociais: a culpa nas responsabilidades civil e tributária*, 2.ª Edição, Coimbra: Almedina, 2009, p. 76.

⁶⁰ Para uma análise detalhada sobre as questões identificadas acerca das sociedades em relação de domínio, veja-se RUI PEREIRA DIAS, «Comentário ao artigo 486.º CSC», in: *Código das Sociedades em Comentário* (coordenação de J. M. COUTINHO DE ABREU), Vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, [75-104] e bem assim a bibliografia citada pelo Autor.

⁶¹ Referimos a expressão *praticamente* pois estamos a pensar nas situações enquadráveis no n.º 3 do art. 486.º e nos arts 325.º-A e 325.º-B, todos do CSC.

de mecanismos gerais⁶². À semelhança de qualquer sociedade individual deve a sociedade dependente ser administrada por órgãos independentes tendo em conta os interesses da sociedade e não os de terceiros, pelo que os deveres fundamentais previstos no art. 64.º mantêm-se aplicáveis. Ademais, tendo a sociedade dominante ascendência sobre o órgão de administração da dependente, os administradores desta última não podem ser “controlados” ao ponto de violarem os seus deveres, designadamente decidindo contra o interesse da dependente. Desta feita, aplicar-se-á ao órgão de administração da dependente os arts. 72.º e ss.. No que respeita à sociedade dominante, a hipótese poderá passar por responsabilizá-la nos termos do sócio controlador (n.º 4 do art. 83.º). Nesta conformidade, a sociedade dominante responde solidariamente com os administradores da sociedade dependente. A figura das deliberações sociais abusivas, mais concretamente a alínea b) do n.º 2 do artigo 58.º, constitui também um mecanismo de protecção.

(4) Ainda no âmbito das sociedades coligadas, outra situação a assinalar é a das sociedades em relação de grupo, mais concretamente a influência decorrente do contrato de subordinação (arts. 493.º e ss.) e de situações de domínio total (arts. 488.º e ss.). No âmbito das sociedades em relação de grupo (diferentemente do que acontece nas sociedades em relação de domínio) o legislador previu um regime próprio para elas, estatuído nos artigos 501.º a 504.º do CSC⁶³ e que “configura uma verdadeira entorse às regras gerais de direito comum das sociedades”⁶⁴. Com efeito, nos termos do n.º 1 do artigo 503.º, “a sociedade directora tem o direito de dar à administração da sociedade subordinada instruções vinculantes”, e ainda mais crasso é o facto de que estas “podem [dar] instruções desvantajosas para a sociedade subordinada” (cfr. n.º 2 do mesmo artigo). O legislador não poderia ignorar estas situações que podem dar azo a flagrantes abusos por parte tanto da sociedade directora como da sociedade totalmente dominante. Daí os densos deveres e responsabilidades, previstos no art. 504.º⁶⁵, que sobre si impendem.

⁶² A propósito das consequências jurídicas, veja-se o rigoroso estudo de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, Coimbra: Almedina, 1993, pp. 465 e ss..

⁶³ O art. 491.º respeitante aos grupos constituídos por domínio total remete para os arts. 501.º e 504.º e para as normas que por força destes forem aplicáveis.

⁶⁴ Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., p. 247.

⁶⁵ A respeito dos deveres e responsabilidades referidos e para uma análise mais aturada do preceito, J. M. COUTINHO DE ABREU, «Comentário ao artigo 504.º CSC», in: *Código das Sociedades em Comentário* (coordenação de J. M. COUTINHO DE ABREU), Vol. VII, Coimbra: Almedina, 2014, [297-303].

3.5. A possibilidade do surgimento de uma relação triangular

O intuito deste ponto é a análise do impacto nas relações estabelecidas, que decorre da possibilidade de os financiadores cobrirem o risco económico decorrente do contrato de financiamento celebrado entre si e a sociedade financiada.

A principal particularidade que advém da opção do financiador pela celebração do contrato de cobertura do risco é a separação entre (i) o *risco económico* decorrente da possibilidade do incumprimento do crédito resultante do financiamento – risco este que será transferido para a esfera do terceiro (o *vendedor de protecção*) – e (ii) a *titularidade* do crédito que se mantém na esfera do financiador (o *comprador de protecção*). Em causa está a faculdade de os financiadores contratarem instrumentos de protecção do crédito, sendo os mais comuns os *credit default swaps*⁶⁶ (doravante, apenas “CDS”).

Conforme facilmente se intuirá esta separação entre o risco económico e a propriedade do crédito poderá ter impacto significativo tanto ao nível

⁶⁶ Como bem explica YESHA YADAV “credit derivatives like CDS allow lenders to protect themselves against the credit risk they assume. CDS shift the credit risk in a loan from the lender’s books to those of another firm, without requiring the lender to sell this loan outright. Under the CDS, a lender pays a protection seller a regular premium – much like an insurance premium – to protect itself against the risk of the company defaulting. If this borrower defaults, the protection seller must make the lender whole” – cfr. da Autora citada, «The New Market...», cit., pp. 4, 7 e 8.

O prémio que é pago ao terceiro representa geralmente uma percentagem do valor do crédito em causa. Precisamente pelas suas características, em muito similares às dos contratos de seguro, há quem afirme que, na prática, estes contratos são idênticos a seguros de garantia, mas que não se permite atribuir-lhes esta designação, pois só as seguradoras prestam estas garantias; a não coincidência entre as designações é uma forma de outras entidades poderem também prestá-las. Esta foi a opinião expressada por JOÃO CALVÃO DA SILVA no Seminário Geral do Curso de Doutoramento 2014/2019, subordinado ao tema “Desafios sociais, incerteza e direito em mercados globalizados”, realizado na FDUC.

Em sentido contrário, M. TODD HENDERSON de acordo com o qual “the simple argument that some credit derivatives help banks and other providers of debt share risk with other investors is not sufficient for credit derivative contracts in general to be deemed “insurance.” A separate body of insurance law exists not because the underlying contracts are insurance, but rather because typical insurance contracts are sold by insurance companies. It has also shown that the policy justifications for regulation of insurance companies (...) do not obtain in the context of credit derivative markets or apply to parties to credit derivative contracts. Finally, it has shown how an exchange for credit derivative contracts can provide most if not all of the substantive regulation insurance regulators can provide, at lower cost and in a more efficient manner” – cf. do citado Autor, «Credit Derivatives Are Not Insurance», University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 476, 2009, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=1440945>, p. 59.

de governação da sociedade financiada como ao nível do próprio governo da dívida. Há uma acentuada probabilidade de o credor financiador se desinteressar pela sorte da sociedade financiada precisamente por não vislumbrar incentivos para tal; é que a transferência do risco do incumprimento contratual para o terceiro permite ao financiador disfrutar de uma posição *passiva*. Esta atitude desinteressada e indiferente pode, perniciosamente, transformar-se num interesse negativo, ou seja, os poderes que foram conferidos ao credor financiador por via do contrato de financiamento podem ser usados no sentido de serem levadas a cabo condutas indesejáveis, designadamente a promoção do incumprimento por parte da sociedade financiada⁶⁷. O intuito do banco (o credor financiador) seria, por um lado, o de recuperar mais rapidamente o seu crédito, dado estar a coberto do CDS, e, por outro, o de justificar os valores gastos no pagamento dos prémios ao terceiro.

Esta figura que temos vindo a descrever e que paira na sociedade não é nem mais nem menos que o “credor vazio” ou *empty creditor*⁶⁸: um credor sem incentivos para levar a cabo uma gestão responsável da sociedade e sem qualquer comprometimento no governo da dívida⁶⁹.

Acontece que ao possível desinteresse do credor financiador contrapõem-se o interesse e incentivo crescentes do terceiro vendedor de protecção na participação na sociedade financiada para controlo dos riscos e exposição por ele assumidos aquando da contratação dos instrumentos de protecção do crédito. Acresce ao que vimos de dizer que o terceiro é geralmente estranho à sociedade, pelo que a sua actuação será levada a cabo de modo indireto. Estamos, assim, perante a figura designada pela doutrina americana como *shadow lender*. Yesha Yadav evidencia que “é difícil determinar a extensão do “shadow lending” no mercado. O mercado de CDS – manifestamente opaco e confidencial – tem gozado de parca regulamentação”⁷⁰.

⁶⁷ Nesta sequência e a título exemplificativo pense-se no caso de o contrato de financiamento contemplar cláusulas com restrições ao investimento e o banco impedir a sociedade financiada de recorrer ao financiamento e, por via disso, a sociedade ficar impedida de adquirir as matérias-primas necessárias para avançar com os projectos pendentes. Ora, facilmente se comprehende que se a sociedade financiada não labora ela não recebe e se não recebe não paga aos seus credores – e assim começará a incumprir a suas obrigações.

⁶⁸ Para mais desenvolvimentos acerca da figura e da problemática a si associada veja-se PATRICK BOLTON/MARTIN OEHMKE, «Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem», AFA 2011 Denver Meetings Paper, 2011, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=1570165>.

⁶⁹ Neste sentido GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., p. 376.

⁷⁰ Cfr. YESHA YADAV, «The New Market...», cit., p. 7 (tradução livre).

Aqui chegados, pretendemos aprofundar, nos subtópicos que se seguem, algumas questões que se relacionam com esta *relação triangular*: sociedade financiada – credor financiador – vendedor de protecção (ou simplesmente terceiro).

a) Credit Default Swap (CDS) – algumas nótulas

Nos anos 90 surgem os primeiros CDS⁷¹ a serem contratados e tal surge da necessidade de os bancos cobrirem o seu risco de crédito nos empréstimos realizados, podendo manter a sua posição contratual no âmbito dos mesmos.

Os CDS enquadraram-se na categoria dos derivados de crédito [cf. alínea c) do n.º 1 do art. 2.º do Código dos Valores Mobiliários], que são contratos através dos quais uma das partes – a compradora de protecção – transfere para a outra parte – a vendedora de protecção – um certo risco de crédito⁷². Como contrapartida da assunção do risco, a compradora de protecção deverá pagar à vendedora de protecção uma contrapartida⁷³. Por sua vez, os contratos de derivados de crédito têm algumas modalidades, sendo que os CDS se englobam na dos *credit derivative products*⁷⁴.

Os CDS são então “contratos através dos quais uma das partes (vendedor de protecção) se obriga perante a outra parte (comprador de protecção) a efectuar o pagamento de montante pecuniário predeterminado ou predeterminável em caso de ocorrência de um evento futuro e incerto associado à posição creditícia do devedor durante o prazo contratualmente definido (evento de crédito), contra o pagamento de uma contrapartida pecuniária única ou periódica (prémio)”⁷⁵.

Sofia Leite Borges e Sofia Torres Magalhães evidenciam o sucesso deste tipo de derivados no que respeita à possibilidade de isolar o risco de crédito da actividade ou instrumento subjacente (por exemplo, um empréstimo, uma obrigação), o que permite tratá-lo como se fosse um novo activo⁷⁶.

⁷¹ Para a análise do mercado de CDS veja-se o interessante estudo de PAULO PEREIRA DA SILVA/PAULO TOMAZ REBELO/CRISTINA AFONSO/ANA TERESA BENTO, «Dependência extrema entre o preço das ações do setor bancário e dos mercados de CDS – Evidência usando cópulas e inferência baseada em simulação», in: CadMVM, n.º 45, Agosto de 2013, [52-75].

⁷² O risco de crédito consubstancia-se na possibilidade de deterioramento da qualidade creditícia do devedor.

⁷³ A este propósito veja-se JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, 2.ª edição, Coimbra: Almedina, 2014, p. 166.

⁷⁴ Estes visam apenas a transferência do risco de crédito relativo ao activo subjacente, sendo a existência e montantes dos pagamentos aferidos pelo evento de crédito.

⁷⁵ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros...*, cit., p. 171.

⁷⁶ Cfr. SOFIA LEITE BORGES/SOFIA TORRES MAGALHÃES, «Derivados de Crédito, Algumas Notas

Várias poderão ser as motivações subjacentes à compra e venda da protecção⁷⁷. Do lado do financiador identificam-se as seguintes: (i) a gestão e a externalização parcial do seu risco sem transferência dos activos subjacentes; (ii) a redução dos riscos agregados e libertação de capitais próprios; e (iii) o possível aumento das relações de clientela, dada a economia de garantias colaterais que seriam necessárias. Por seu turno, do lado do terceiro, vendedor de protecção, são identificáveis, designadamente⁷⁸: (i) a vantagem de receber um pagamento certo e regular a título de prémio, sobretudo quando em causa se encontra uma sociedade financiada com uma diminuta probabilidade de incumprimento; (ii) este terceiro beneficia de uma exposição diminuta – ou inexistente – relativamente à sociedade financiada, nomeadamente na medida em que não tem de investir na construção de uma relação com a sociedade financiada; (iii) no caso de a protecção respeitar ao financiador obrigacionista, pode significar que o terceiro toma contacto com esses valores mobiliários sem ter de os adquirir.

Caso o evento de crédito acabe efectivamente por ocorrer, “o cumprimento do contrato realiza-se usualmente mediante o pagamento de uma soma pecuniária calculada por referência a tal evento nos termos contratuamente acordados, podendo ocasionalmente dar lugar à entrega do activo subjacente”⁷⁹.

Em face do exposto, podemos apontar pelo menos três funções relevantes dos derivados de crédito: (a) cobertura do risco; (b) especulação⁸⁰; e (c) o fornecimento de informações⁸¹.

sobre o Regime dos Valores Mobiliários condicionados por eventos de crédito», in: *Cad-MVM*, n.º 15, Dezembro de 2002, [115-146], p. 117.

⁷⁷ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros...*, cit., pp. 166 e ss..

⁷⁸ Cfr. YESHA YADAV, «The New Market...», cit., pp. 10 e ss..

⁷⁹ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros...*, cit., pp. 169 e 170.

⁸⁰ Segundo ERIK GERDING há que distinguir entre *pure bet* e *hedging derivatives*, distinção esta que se aplica a todos os derivados, não apenas aos de crédito. Como explica o Autor, nestes últimos “the credit protection buyer uses the CDS to hedge a credit risk that the buyer is already bearing (...). Hedging derivatives, like insurance policies, offer possible economic efficiencies by allocating credit risk to parties that are either able to spread the risk widely or otherwise bear the risk more efficiently” – que são aqueles a que nos referimos neste estudo –, já o que sucede com os *pure bet* é que “the credit protection buyer has no preexisting credit risk, nor does the credit protection seller. [Por exemplo] the credit protection buyer purchases a CDS on various bonds, but neither owns those bonds nor would suffer a loss should those bonds default. The credit protection buyer enters into the contract to speculate that the bonds will default and that the expected (present) value of the payment from the credit protection seller will exceed the premium it pays. The credit protection seller makes an equal and opposite gamble that the premium it receives out-

b) O problema do *Empty Creditor* e o fenómeno de *Shadow Lending*

Conforme já tivemos oportunidade de avançar, a problemática associada a este *credor vazio* desencadeia-se, especialmente, com o seu eventual desinteresse pela sorte da sociedade financiada. Em rigor e se o risco do incumprimento do crédito continuasse a pairar sobre a sua esfera, o banco teria todo o interesse e incentivo em acompanhar de perto a realidade da sociedade em que investiu, pois há que controlar a sua solvabilidade e conferir se não houve alteração das circunstâncias em que se baseou a decisão de emprestar dinheiro à sociedade. Aliás, alguns estudos foram realizados a este propósito e a conclusão foi no sentido de que a contratação de CDS parece induzir a alteração dos interesses dos financiadores, que deixam de exercer a *governação* de um modo responsável. A propósito do impacto que o CDS tem no comportamento dos financiadores, András Danis estudou o caso específico de sociedades que se encontram em situação económica difícil⁸² e concluiu que a participação na restruturação societária dos obrigacionistas que contrataram CDS decresce cerca de 29% (quando comparado com a situação de não terem contratado CDS)⁸³.

weighs the present value of its expected payout under the contract. The contract is thus a zero-sum game" – cf. do Autor citado, «Credit Derivatives, Leverage, and Financial Regulation's Missing Macroeconomic Dimension», in: *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 8, 2012, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=2001166>, pp. 109 e 110.

Há alguns Autores que criticam estas "puras apostas" desde logo com o argumento de não haver nenhum interesse segurável. Veja-se, neste sentido, LYNN A. STOUT, «Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives», in: 48 DUKE L.J. 701, 1999, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=250982>.

⁸¹ A este propósito refere YESHA YADAV que "credit derivatives transmit information on underlying securities and entities. (...) they indicate the market's perception of the risk posed by an underlying asset. This reflects in the price at which protection buyers are able to purchase the swap, with higher fees indicating that the transaction entails risks for the protection seller" – cfr da Autora citada, «The New Market...», cit., p. 12. A este propósito veja-se o estudo de MARK J. FLANNERY/JOEL F. HOUSTON/FRANK PARTNOY, «Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings», in: *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, 2010, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=1666350>. Estes Autores analisaram a possibilidade de os CDS captarem as informações com mais celeridade do que os *ratings* de crédito. A respeito do papel das agências de notação de risco e da sua actuação pouco consistente, JOHN P. HUNT, «Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement», in: *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=1267625>.

⁸² O conceito impreciso de "situação económica difícil" encontra-se desenvolvido em SUSANA AZEVEDO DUARTE, «A Responsabilidade dos Credores Fortes...», cit., pp. 186 e ss..

⁸³ Vd. ANDRÁS DANIS, «Do Empty Creditors Matter? Evidence from Distressed Exchange Offers», 2013, disponível in: <http://ssrn.com/abstract=2001467>, pp. 3 e ss..

Como bem nota Yesha Yadav “sempre que os financiadores deixam de arriscar a sua pele neste jogo, o valor da empresa pode ser desnecessariamente destruído”. A mesma Autora prossegue dando nota de que “a governação da dívida torna-se deficitária, a assunção de riscos excessivos é clara, há uma clara diminuição das restruturações societárias, mesmo quando a sociedade financiada se mantém viável, o que em última instância conduz à criação de externalidades para o sistema financeiro sempre que os financiadores concedem crédito a negócios arriscados e votados ao fracasso, acumulando dívida tóxica”⁸⁴.

A rápida recuperação do crédito através do CDS em caso de incumprimento da sociedade, os elevados custos decorrentes da necessidade de controlo da sociedade financiada, designadamente em *due diligence* e fiscalização da sua contabilidade, custos aos quais ainda se somam os do prémio a pagar ao terceiro, são motivos bastantes para influenciar o seu desalinhamento de interesses dos credores bancários relativamente aos da sociedade, accionistas e *stakeholders*.

A relação que se estabelece entre o financiador e o terceiro tanto pode pautar-se pela cooperação entre ambos, como pela divergência.

Segundo o que julgamos ter demonstrado, vários são os motivos que podem incitar à desarmonia entre eles, mas há também vários factores que podem levar à conclusão de que muito mais é o que os une do que aquilo que os separa. Com efeito, uma relação colaborante entre ambos beneficiá-los-á⁸⁵; a importância da reputação do credor bancário e possibilidade de ter alguém com quem possa dividir os custos decorrentes do controlo de sociedades viáveis podem revelar-se aspectos relevantes a ponderar pelo banco, antes de assumir um comportamento displicente. Para além disso, “a partilha de influência com a contraparte atribui vantagens ao credor, que com ela obtém habitualmente uma redução no preço do

⁸⁴ Cfr. YESHA YADAV, «The New Market...», cit., p. 26 (tradução livre).

⁸⁵ Para mais desenvolvimento sobre esta matéria, cfr. IDEM, *Ibidem*, p. 27.

No que respeita à reputação do financiador, não lhe convirá que o mercado comece a associar a sua conduta à de um agente irresponsável até porque, nessas circunstâncias, será muito mais complicado para estes investidores, futuramente, encontrarem no mercado alguma entidade disposta a cobrir o risco do incumprimento de um crédito oriundo do financiamento por si concedido. Claro está que esta situação é tão mais preocupante quanto mais sistemático for o seu comportamento.

No que respeita aos custos decorrentes do controlo da sociedade, o financiador retirará todo o benefício se decidir partilhá-los com aqueles que tenham um interesse semelhante, sendo o vendedor de protecção a hipótese mais plausível. Na realidade, estes custos podem ser avultados basta que se equacione a hipótese de os financiamentos serem realizados a longo prazo para que os encargos decorrentes de uma supervisão e controlo estreitos poderem revelar-se muito consideráveis.

CDS ou uma ampliação dos termos da protecção”, mas também interessará ao terceiro pois “com ela obtém uma capacidade real de interferência estratégica na gestão da sociedade devedora (eg, instruindo o credor sobre a forma de influenciar as decisões sobre a forma de distribuição de dividendos, atribuição de activos da sociedade em garantia de dívidas assumida pela mesma, etc) que lhe permite uma melhor gestão da sua exposição ao risco de crédito”⁸⁶. Esta é, de resto, uma forma de diluir as assimetrias que se verificam entre o credor financiador e o terceiro (o *shadow lender*), dada a posição desacautelada em que este último se encontra, uma vez que não tem qualquer direito (legal ou contratual) que salve guarde a sua exposição.

4. Dos Interesses em Jogo

Pese embora a tentativa de evitar a prolixidade, não podemos, contudo, desconsiderar o estudo dos interesses que devem nortear a actuação dos órgãos sociais na condução dos assuntos da sociedade, seguindo-se a problematização acerca da sua possível alteração e em que termos, em face da crescente relevância e impacto da participação de certos credores – e em determinadas circunstâncias – na vida social.

4.1. O superior interesse dos sócios?

Longe de constituir uma matéria pacífica e revestindo um relevo assinalável para a presente exposição, cumpre trazer à colação a questão da aferição do interesse⁸⁷ social.

A propósito da questão do interesse social, importa notar o confronto de duas teorias: a institucionalista e a contratualista⁸⁸. De acordo com a primeira “o interesse social vem a ser um interesse comum, não apenas dos sócios mas também a outros sujeitos, nomeadamente os trabalhadores, os credores sociais e até a colectividade nacional”; para a teoria contratualista “o interesse da sociedade é o interesse comum dos sócios enquanto tais

⁸⁶ Cfr. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., pp. 375 e 376.

⁸⁷ Para a definição do conceito de “interesse”, veja-se J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial...*, cit., p. 295.

⁸⁸ Acompanhamos de perto J. M. COUTINHO DE ABREU na abordagem desta matéria – *vd.* do Autor, *Ibidem*, p. 288.

(não enquanto vendedores, mutuantes, assalariados da sociedade, etc.)”⁸⁹. Parafraseando J. M. Coutinho de Abreu a concepção contratualista parece manter-se válida na relação dos sócios com a sociedade e o interesse social perspectivado de acordo com esta tese parece ser um critério balizador dos comportamentos do sócio no seio da sociedade. Por outro lado, a concepção institucionalista é objecto de discussão quase tão-só relativamente ao órgão de administração⁹⁰.

Em face da ausência de disposição legal que defina os *interesses sociais* importa atentar na alínea b) do n.º 1 do art. 64.º do CSC⁹¹⁻⁹², que apresenta a formulação mais próxima do direito pátrio para este efeito. Com a redacção conferida pelo Decreto-lei n.º 76-A/2006, no preceito em causa pode ler-se que os gerentes ou administradores da sociedade devem observar “deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”. Nesta redacção a concepção institucionalista continua patente e o leque (aumentado) de sujeitos previstos na norma parece confirmá-lo. Com efeito, anteriormente além dos sócios apenas eram referidos na norma os trabalhadores.

A propósito da norma em questão Maria de Fátima Ribeiro refere que o preceito se dirige apenas ao órgão de administração, deixando de fora o órgão deliberativo⁹³, mas segundo a Autora tal parece ser indiferente na medida em que “o facto de o legislador impor que o interesse social, na gestão da sociedade, esteja limitado pelos interesses de terceiros (e dos sócios enquanto terceiros) pressupõe que, já na fase precedente (aquela

⁸⁹ Vd. IDEM, *Ibidem*, p. 289.

⁹⁰ Vd. IDEM, *Ibidem*, pp. 291 e 292.

⁹¹ Na formulação do preceito anterior ao Decreto-lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, podia ler-se que “os gerentes, administradores ou directores de uma sociedade devem actuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, no interesse da sociedade tendo em conta os interesses dos sócios e dos trabalhadores”.

Este preceito seria um preceito algo confuso porque não se revelava suficientemente explicitado, desde logo porque efectuava uma aparente indiferencião entre interesses de sócios e de trabalhadores e não previa sequer os titulares dos órgãos de fiscalização. Porém, já devia aceitar-se, ainda que de forma tímida, uma concepção institucionalista do interesse social.

⁹² Notamos que não é propósito deste estudo, por escapar ao âmbito que lhe subjaz, a análise propriamente do art. 64.º e bem assim dos deveres nele plasmados. A alusão a esta norma justifica-se tão-só na medida em que contempla os interesses que devem ser considerados na actuação dos administradores (dos sócios e, adiante, do credor controlador).

⁹³ Para mais desenvolvimentos acerca do dever de lealdade dos sócios, veja-se o estudo aturado J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial...*, cit., pp. 310 e ss..

em que os sócios definem o interesse social e determinam os meios para a sua prossecução) esses limites devem ser tidos em consideração”⁹⁴. A propósito dos deveres de cuidado e lealdade previstos naquela norma, Manuel A. Carneiro da Frada afirma que “a relação de administração constitui uma daquelas relações fiduciárias ou de confiança que manifestam uma textura de comportamentos exigíveis em nome da lealdade particularmente densa (*relação uberrimae fidei*)”⁹⁵. Na verdade, se quase todos os sujeitos estão adstritos a deveres de lealdade na realidade societária – até mesmo o credor controlador como acabaremos por concluir – o administrador encontra-se colocado perante uma lealdade qualificada, devido à função que exerce no que respeita à salvaguarda de interesses alheios.

Cremos poder afirmar que o referido preceito legal contempla uma concepção institucionalista, não sendo, no entanto, tributário de um institucionalismo puro, mas antes “moderado”. O art. 64.º parece-nos um preceito inequívoco na medida em que da sua simples leitura se comprehende que o dever de lealdade será perante a sociedade: ela sim é o sujeito jurídico que acima de tudo a norma visa proteger. Acontece que a sociedade é uma realidade composta por vários actores, cada um deles titular de interesses próprios. Nesta conformidade, a questão fundamental que se coloca é a de saber quais os interesses que se revelam preponderantes na actuação dos administradores para a realização do interesse social.

Aparentemente, na versão anterior do art. 64.º criava-se um paralelismo qualitativo entre os interesses dos sócios e os dos trabalhadores. Acontecerá o mesmo na versão actual relativamente a todos os sujeitos elencados na norma, ou existirá uma hierarquização dos interesses a levar em consideração pelos administradores, evidenciando a existência de “interesses de primeira” e de “interesses de segunda”?

Da leitura da alínea b) do n.º 1 do art. 64.º parece poder concluir-se no sentido de que a observância dos deveres de lealdade dos administradores no interesse da sociedade deverá “atender” aos interesses de longo prazo dos sócios⁹⁶, aparentando ser este o “interesse de primeira” e, num segundo plano, deverá ser “ponderado” o interesse dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade tais como clientes, trabalhadores e credores. Daí justificar-se a “moderação” consagrada na perspectiva institucionalista, à semelhança do que explana J. M. Coutinho de

⁹⁴ Cfr. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade...*, cit., p. 542.

⁹⁵ Vd. MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, «*A business judgement rule...*», cit., p. 168.

⁹⁶ Como refere J. M. COUTINHO DE ABREU “esses interesses são referidos em primeiro lugar (antecedidos de “atendendo”), seguindo-se a menção a todos os demais interesses (antecedidos de “ponderando”)” – cfr. do Autor citado, *Curso de Direito Comercial...*, cit., p. 307.

Abreu. Como refere Paulo Câmara, aos administradores só há a imposição de “ponderar estes últimos” na presença de um conflito entre estes dois grupos de interesses e onde prevalecerá o “interesse primário”⁹⁷.

4.2. O art. 64.º do CSC⁹⁸ é uma norma de tutela dos credores?

Esta breve secção inicia-se com a resposta que acreditámos ser a correcta: não, aquela não é uma norma de protecção de credores, mas sim de protecção da sociedade. Na senda do defendido por J. M. Coutinho de Abreu “formulações como a que aquela alínea [a b) do n.º 1] contém são em grande medida, quanto aos interesses dos não sócios [como será o caso dos credores], uma expressão de *retórica normativa balofa e potencialmente desresponsabilizadora* dos administradores”⁹⁹. Na verdade, o facto de esta disposição legal abranger interesses potencialmente conflituantes entre si permite (i) uma maior discricionariedade na actuação da administração – bastando simplesmente que opte por um dos interesses em detrimento dos demais – e (ii) também promove uma dificuldade acrescida no controlo da sua actuação, que sempre pode justificar que o desrespeito de um determinado interesse tenha por fundamento acautelar um outro com ele conflituante¹⁰⁰. Nas palavras de António Menezes Cordeiro “exigir lealdade no interesse da sociedade e, ainda, atentando aos interesses (a longo prazo) dos sócios, e ponderando os de outros sujeitos, entre os quais os trabalhadores, os clientes e os credores, é permitir deslealdades sucessivas. Quem é ‘leal’ a todos, particularmente havendo sujeitos em conflito, acaba desleal perante toda a gente”¹⁰¹.

⁹⁷ Cfr. PAULO CÂMARA, «O governo das sociedades e os deveres fiduciários dos administradores», in: *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira* (coordenação MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), Coimbra: Almedina, 2007, [163-179], pp. 174 e ss.. O Autor acrescenta que os interesses dos sócios de curto prazo são subalternizados relativamente aos interesses dos sócios de longo prazo, derivado ao facto de estes “[servirem] a subsistência da sociedade e a sua criação de riqueza em termos duráveis”.

⁹⁸ Mais concretamente a alínea b) do n.º 1 do art. 64.º.

⁹⁹ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial...*, cit., p. 299.

A desresponsabilização a que nos referimos opera não pela inexistência do próprio ilícito, que efectivamente existe, mas sim pela dificuldade de aquilatar um pressuposto essencial da responsabilidade civil que é o da existência da culpa: como se consegue proferir, nestes casos, um juízo de censurabilidade relativamente à conduta do administrador?

¹⁰⁰ Cfr. IDEM, *Ibidem*, pp. 299 e 300.

¹⁰¹ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (artigo 64.º/1 do CSC», in: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raul*

Ademais e não menos importante é a análise do preceito do ponto de vista da sua aplicabilidade prática (*rectius*, da sua *inaplicabilidade prática!*) à categoria dos não sócios, como é o caso do credor financiador. Mantendo-nos na esteira de J.M. Coutinho de Abreu¹⁰², o Autor coloca uma série de questões em face da perplexidade que lhe causa a inclusão dos credores no preceito em análise, designadamente: não basta para a tutela dos credores o cumprimento dos deveres a que sociedade está vinculada por via do contrato e dos deveres legais de protecção do credor? Nos termos do n.º 1 do artigo 78.º CSC “os administradores respondem para com os credores da sociedade quando, pela inobservância culposa das disposições legais ou contratuais destinadas à protecção destes, o património social se torne insuficiente para a satisfação dos respectivos créditos”. Será que esta norma é insuficiente?

Ademais, sempre se perguntará: e se os administradores não “pondem” os interesses dos credores, nos termos da alínea b) do n.º 1 do art. 64.º, quais as sanções e quem poderá requerê-las? Julgamos que as responsas poderão ser, respectivamente, nenhuma e ninguém.

Em face do exposto, podemos concluir que o art. 64.º¹⁰³ é uma norma de protecção da sociedade e, por isso, será ela que estará em melhores condições de lançar mão dos mecanismos de responsabilidade que a sua violação acarreta.

4.3. Da tendência crescente para o acolhimento da perspectiva institucionalista na sua plenitude?

Este ponto tem em vista a análise das consequências do impacto que o activismo dos credores pode ter para efeitos da parificação dos seus interesses com os clássicos interesses dos sócios.

Conforme já estudado, entre nós a tendência é a de definir o interesse social numa acepção próxima da corrente contratualista, sendo o institucionalismo, em regra, afastado pela doutrina¹⁰⁴. De acordo com o expla-

Ventura – A Reforma do Código das Sociedades Comerciais, Coimbra: Almedina, 2007, [30-49], p. 41.

¹⁰² Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial...*, cit., p. 299 e ss..

¹⁰³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO considera este preceito de certo modo inútil, por ser insuscetível de violação e não constituir uma fonte de indemnização – cfr. do Autor referido, *Manual de Direito das Sociedades: Direito das Sociedades I, Das Sociedades em Geral*, Vol. I, 2.ª Edição, Coimbra: Almedina, 2007, pp. 496 e 497.

¹⁰⁴ Para uma análise mais detalhada acerca da matéria, MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade...*, cit., p. 539, notas 41 e 42.

nado anteriormente, o actual regime legal parece fazer prevalecer o interesse dos sócios pese embora não o absolutize.

É comum o entendimento de que a sua prevalência se justifica pelo facto de os sócios assumirem o risco da sociedade. De um modo simplista dir-se-á que são eles que inicialmente decidem arriscar e investir os seus capitais num projecto comum, do qual, se correr bem, serão os principais beneficiados, mas se correr mal poderão ser os mais prejudicados.

Todavia, o que vimos de expor é perceptível à luz do entendimento que defende que os accionistas são os *proprietários* da sociedade. Acontece, porém, que a teoria do *nexus of contracts*¹⁰⁵ afirma que os accionistas não são os *donos/proprietários* da sociedade, mas são sim partes de um contrato. Aliás, esta teoria – que não se encontra isenta de críticas – perspectiva a realidade societária como uma *teia* de contratos entre diversas partes, nomeadamente accionistas, administradores, trabalhadores e credores. Se assim se entender – ou seja, se se entender que afinal os accionistas não são os *proprietários* da sociedade, mas sim contraparte num contrato – então qual é o fundamento que justificará a preponderância dos seus interesses sobre os demais actores societários? Mais, como se poderá sustentar a preponderância dos seus interesses perante um banco sem o apoio do qual acabaria a sociedade por sucumbir?

A este propósito não podemos deixar de chamar à colação a teoria norte americana dos *residual claimants*, que se encontra intimamente ligada à concepção contratualista do interesse social. A propósito do confronto entre os “interesses primários” e os “interesses secundários”, Orlando Vogler Guiné esclarece – invocando a referida teoria dos *residual claimants* – que “ao accionista pertence uma quota parte do activo da sociedade, depois de pago todo o passivo. O accionista é, assim, titular de

Mais recentemente, na década de 90 do século passado, surgiu a concepção dos *shareholder value*: a sociedade deve ser dirigida de modo a criar valor para os sócios, a aumentar o património dos accionistas; no entanto contrapõe-se-lhe uma outra visão, a dos *stakeholder value*: outros interesses, além dos accionistas devem ser levados em consideração. Nas palavras de COUTINHO DE ABREU, “o contractualismo e o institucionalismo, sem ou com novas roupagens, continuam visíveis” – *vd. J. M. COUTINHO DE ABREU, Curso de Direito Comercial...*, cit., pp. 290 e ss..

¹⁰⁵ A concepção da sociedade como “rede de contratos” é atribuída a MICHAEL JENSEN/WILLIAM MECKLING, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», 1976, disponível *in*: <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>, pp. 1 e ss..

um «residual claim» – tem o direito ao remanescente (se existir)¹⁰⁶⁻¹⁰⁷. O mesmo Autor prossegue explicitando o que acontece aos titulares de “interesses secundários”, ilustrando com o caso dos obrigacionistas: “ao seu titular [de obrigações] não pertence uma quota parte da sociedade, nem indirectamente do património social. Mas o titular das obrigações tem o direito de os montantes em dívida lhe serem pagos com preferência face aos accionistas. O obrigacionista vê, assim, os seus interesses garantidos por direitos de crédito, sendo, por isso, titular (perante a sociedade) de um «contractual claim»”. Desta feita, o Autor considera que a prevalência do interesse dos accionistas em detrimento dos interesses dos demais *stakeholders* parece ser justificada pelo confronto entre o direito contractual, titulado pelos credores sociais, e a mera expectativa patrimonial dos accionistas¹⁰⁸.

Ora, parece que a consideração dos interesses dos sócios sobre os dos demais *stakeholders* está de tal modo enraizada que, caso se vislumbre algum movimento de parificação de interesses este é imediatamente sufocado por uma qualquer outra justificação que acabará por se reconduzir ao entendimento do accionista como o proprietário da sociedade. Com este entendimento, desconsidera-se, em grande medida, o papel que o credor, mormente um banco, pode assumir no seio da sociedade. Naturalmente que se este não sentir que o direito societário o protege cabalmente não deixará por mãos alheias a sua protecção e, lançando mão da sua liberdade contratual, acaba por estipular cláusulas semelhantes às que analisámos *supra*.

Porém e dada a extensão que o tema em análise reveste, gostaríamos apenas de sublinhar que o papel relevante na governação da sociedade em geral e da dívida, em particular, o protagonismo e a exposição a que, crescentemente, os financiadores estão a ser sujeitos, parece induzir

¹⁰⁶ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, «O Financiamento de Sociedades por meio de Valores Mobiliários Híbridos (entre as acções e as obrigações)», in: *I Congresso da DSR*, Coimbra: Almedina, 2011, [75-93], pp. 76 e ss..

¹⁰⁷ Como afirma PEDRO MAIA, o *residual claimant* é o “sujeito a quem pertencem e só pertencem os ganhos sobrantes, os ganhos apurados após terem sido pagos todos os credores da sociedade (fornecedores, trabalhadores, Estado, etc.). Além de residuais – na sua prioridade –, os ganhos dos accionistas são “escassamente definidos”, porque não existe um direito contractual à sua formação: ao invés do que sucede com os direitos de credores em geral, de trabalhadores, etc., o direito dos accionistas só incide sobre o que sobra, mas não respeita à emergência do próprio ganho” – cfr., do Autor citado, *Voto e corporate governance: um novo paradigma para a sociedade anónima*, Teses de Doutoramento, Vol. I, Coimbra, 2009, pp. 428 e 429.

¹⁰⁸ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 71 e ss..

a necessidade de reconstrução do paradigma do actual *corporate governance* em moldes tais que, sem descurar os interesses dos accionistas, se equacione a hipótese da consideração efectiva de outros interesses relevantes¹⁰⁹. Aliás, a inclusão dos interesses de outros *stakeholders* na alínea b) do n.º 1 do art. 64.º permite-nos perceber o avanço do legislador, quando comparado com a anterior redacção do preceito, provando que está ciente do surgimento de outras figuras de *peso* no âmbito societário. Ora, se assim se entender, apenas será necessário mais um esforço do legislador no sentido de operacionalizar o preceito. Com efeito, é inútil a sua previsão (relativamente aos credores) se se revela uma norma apenas para “inglês ver”.

Entretanto e em paralelo, caso a “moderação” do institucionalismo começasse a dar lugar a um *institucionalismo pleno* outras questões de monta colocar-se-iam, designadamente:

- os administradores (e sócios) na observação do interesse da sociedade deverão sempre atender aos interesses dos credores independentemente da matéria em causa?
- ou apenas deverão atender aos interesses daqueles relativamente a matérias que directamente contendam com os seus direitos?
- dentro da categoria dos credores (geralmente ampla), deverá atender-se mais aos interesses de uns do que de outros? Por exemplo, deverão os administradores e sócios atender mais aos interesses daqueles credores que eles menos queiram *melindrar* em virtude das relações subjacentes? Ou seja, faria sentido uma diferenciação entre credores?
- por outro lado, a parificação dos interesses dos credores com os dos sócios, sobretudo daqueles que detenham um reconhecido poder negocial, não poderá revelar-se excessiva ao ponto de conferir-lhes um poder manifestamente exacerbado?

Por ora, gostaríamos apenas de sublinhar que não deverá ser do interesse dos administradores, sócios ou da própria sociedade desconsiderar os interesses dos demais sujeitos societários, principalmente nos dias que correm marcados pelo fenómeno da “crise da empresa”¹¹⁰, e deixar algumas pistas para uma possível (e futura) investigação sobre a matéria.

¹⁰⁹ Neste sentido, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., p. 365.

¹¹⁰ Expressão usada por MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, «A responsabilidade dos administradores na crise da empresa», in: *I Congresso da DSR*, Coimbra: Almedina, 2011, [391-413].

5. O Credor Controlador¹¹¹: Um Poder sem Limites? – Notas Telegráficas

A relevância da questão em epígrafe prende-se com o facto de o credor, comumente visto como um *outsider* da sociedade, poder assumir pelos meios que identificámos ao longo deste estudo, um papel praticamente de *insider* na sociedade, passando diversas decisões-chave da gestão daquela pelo seu crivo. Concomitantemente com esta alteração de paradigma e partindo do princípio basilar do *neminem laedere*, cumpre verificar o modo de adequação dos mecanismos jurídicos existentes no nosso ordenamento a esta realidade. Naturalmente que o relevo que esta matéria assume é proporcional ao poder de influência na gestão e controlo exercido pelos credores.

Em face do exposto e após termos já concluído pela inexistência de regime legal que consagre e regule especificamente a figura do credor controlador (e, evidentemente, as consequências da sua actuação), cumpre problematizar *en passant*, dentro do direito constituído, os regimes legais em que a mesma se possa, porventura, enquadrar¹¹².

¹¹¹ Relativamente à definição de credor controlador explana ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA: “se o conceito de controlo não é, já em geral, unívoco, particulares dificuldades é suscetível de assumir, neste caso, dada a ausência de institucionalização jurídico- societária, entendendo-se, por vezes, que o controlo pelo credor apenas relevará no caso de exercício efectivo e não face à mera possibilidade de influência não efectivamente aproveitada”. A Autora conclui no sentido de que “a mera susceptibilidade de influência deve ser considerada, ainda que, naturalmente, para efeitos determinados se deva exigir um exercício efectivo” – cfr. da Autora citada, «Os credores e o governo societário...», cit., p. 96, nota 3.

¹¹² Para a análise da responsabilização da instituição de crédito pela concessão abusiva de crédito, que se traduz na situação de o banco refinanciar uma sociedade que se encontra numa “situação económica comprometida”, mesmo ciente de tal facto aquando do refinanciamento – *vd.* SUSANA AZEVEDO DUARTE, «A Responsabilidade dos Credores Fortes...», cit., pp. 204 e ss..

Refira-se igualmente a possibilidade de responsabilização prevista no n.º 2 do art. 227.º do Código Penal, nos termos do qual “o terceiro que praticar algum dos factos descritos no n.º 1 [daquele] artigo, com o conhecimento do devedor ou em benefício deste, é punido com a pena prevista nos números anteriores, conforme os casos, especialmente atenuada”, sendo que os factos previstos no aludido n.º 1 são: “a) destruir, danificar, inutilizar ou fizer desaparecer parte do seu património; b) diminuir ficticiamente o seu activo, dissimulando coisas, invocando dívidas supostas, reconhecendo créditos fictícios, incitando terceiros a apresentá-los, ou simulando, por qualquer outra forma, uma situação patrimonial inferior à realidade, nomeadamente por meio de contabilidade inexacta, falso balanço, destruição ou ocultação de documentos contabilísticos ou não organizando a contabilidade apesar de devida; c) criar ou agravar artificialmente prejuízos ou reduzir lucros; ou d)

O primeiro foco da análise terá que incidir, naturalmente, sobre os institutos vistos no ponto 3.4. *supra* a propósito das formas de ingerência/ domínio na gestão da sociedade financiada; de facto, a sua génese poderá torná-los mais habilitados a dar respostas às questões colocadas a propósito da figura do credor controlador. Contudo, não poderá perder-se de vista que a relação de controlo entre o credor financiador e a sociedade financiada tem uma base contratual, mais concretamente um contrato de financiamento, pelo que estamos perante um possível controlo do tipo económico. Com efeito e como forma de procurar um possível regime no âmbito dos grupos de sociedades, bem elucida Ana Perestrelo de Oliveira que “não se justifica [...] a diferenciação de carácter meramente formal, entre a posição daquele que exerce o controlo em virtude de participação social ou de contrato de subordinação e a daquele que se encontra em situação análoga em virtude de contrato de financiamento (...)¹¹³”.

Em primeiro lugar parece-nos, desde logo, de afastar o regime das sociedades em relação de grupo, prevista nos artigos 488.º e ss.. A relação estabelecida entre o credor bancário e a sociedade financiada tem por base uma influência e controlo que se fundam no contrato de financiamento, não estando em causa sequer qualquer participação no capital da sociedade financiada e tão pouco entre as partes existe um contrato de subordinação, pelo que o regime de responsabilização mais rígido que subjaz à *ratio* dos arts. 501.º a 504.º não encontra fundamento sequer para ponderar aplicá-lo analogicamente.

Em segundo lugar e mesmo que se tentasse uma aplicação do regime das sociedades em relação de domínio, previsto no artigo 486.º, a verdade é que – conforme já havíamos concluído – o legislador aparentemente “deixou a meio” a tarefa da sua regulação. Mais relevante ainda é o facto de as relações fácticas de domínio, mais concretamente, a situação de dependência económica entre sociedades, não ser reconhecida como instrumento de influência dominante¹¹⁴.

para retardar falência, comprar mercadorias a crédito, com o fim de as vender ou utilizar em pagamento por preço sensivelmente inferior ao corrente”.

De acordo com o Acórdão da RC de 24.03.1992, disponível *in: CJ, ano XVIII, Tomo II, pp. 58 a 61*, este terceiro poderá ser alguém que empresta uma quantia pecuniária, conforme é o caso em apreço.

¹¹³ Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...», cit., p. 111.

¹¹⁴ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES justifica-o afirmando que “influências dominantes deste tipo, exercidas externamente ao grémio social da sociedade fáctica ou economicamente dependente, devem ser assim caracterizadas como riscos normais associados à actividade económica das empresas num contexto de um mercado aberto e competitivo. Tais riscos, de resto, não se distinguem qualitativamente dos riscos por definição inerentes às activida-

Já fora dos grupos de sociedades e possivelmente mais afeita ao objectivo de abranger a situação em causa, coloca-se a hipótese da aplicação da responsabilidade prevista no n.º 4 do artigo 83.º, nomeadamente recorrendo a uma interpretação menos literal da norma, considerando, então, que a mesma possa abranger, além do “sócio”, a figura do credor que se encontre na situação prevista no preceito. Porém, a aplicação do n.º 4 do art. 83.º a sujeitos distintos dos sócios não se revela questão pacífica¹¹⁵.

Por fim e talvez mais consistente do que as restantes hipóteses, teríamos a consideração de uma possível responsabilização do credor financiador nos mesmos moldes do administrador de facto. Na verdade, os bancos “i) podem influenciar indirecta mas determinantemente o exercício de funções de gestão legalmente reservadas ao órgão de administração; ii) sem legitimização formal; iii) de modo continuado; e iv) com total autonomia decisória, se não numa posição de domínio, numa posição de paridade, face aos administradores de direito”¹¹⁶. Todavia, voltamos à velha estória: para efeitos de responsabilização é necessário o recurso ao art 80.º e só depois se aplicarão os arts. 72.º e ss., ou estes últimos preceitos podem ser aplicados directamente?

Por fim e não menos relevante, é a possibilidade de se considerar a sujeição deste *outsider* que é (quase) um *insider*, aos deveres fiduciários previstos no artigo 64.º, em concreto ao dever de lealdade¹¹⁷. Obviamente que a mera participação financeira na sociedade financiada não se revela suficiente para afirmar a sua sujeição a deveres de lealdade, mas tal poderá ser comprehensível à luz do poder de influência e controlo que o contrato de financiamento lhes atribui. Estamos perante sujeitos cuja actuação pode efectivamente causar danos e o seu impacto em decisões de gestão é muitas vezes determinante. A ascensão deste credor a “terceiro poder” na sociedade não pode surgir desacompanhada da correlativa obrigação de a sua conduta se nortear por esta regra elementar de bom governo¹¹⁸.

des de investimento e a eles estão expostos de modo igual todas as sociedades”. Assim, “exceptuadas a protecção que contra tais riscos é oferecida pelo direito da concorrência e pelos princípios gerais do direito civil, nenhuma outra protecção existe ou poderá existir numa ordem económica do mercado” – cfr., do Autor citado, *Os Grupos...*, cit., p. 431. A propósito de outros mecanismos de tutela em sede de direito civil e de direito da insolvência, FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., pp. 259 e ss..

¹¹⁵ Cfr. RUI PEREIRA DIAS, *Responsabilidade por Exercício de Influência...*, cit., pp. 49 e ss..

¹¹⁶ Cfr. FRANCISCO PINTO DA SILVA, «A influência dos credores bancários...», cit., p. 251.

¹¹⁷ Neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Os credores e o governo societário...», cit., pp. 119 e ss..

¹¹⁸ Embora possa ser entendida como uma perspectiva um tanto ao quanto fantasiosa, entendemos que merecerá ser explorada.

6. Notas Conclusivas

Findo o breve estudo a que nos propusemos, julgamos estar a assistir a uma alteração de paradigma da governação societária, altamente centrado na relação de agência. Na realidade, vemos que ao lado daqueles que são entendidos como os dois pilares fundamentais da SA – o administrador e o accionista – surge uma terceira figura, um verdadeiro *terceiro poder*, que começa a assumir uma importância decisiva e muitas vezes prevalecente relativamente à dos accionistas e do órgão de administração. Questão diferente é a de avaliar se o nosso sistema jurídico-societário positivo (já) estará preparado para o receber.

Partindo dos dados analisados, propendemos a responder negativamente.

Conforme é sobejamente reconhecido, as regras de governação societárias fortemente orientadas para a regulação das relações de agência, devem ser repensadas no sentido de contemplar a existência deste sujeito societário que pode revelar-se um verdadeiro pesadelo na vida da sociedade, tal como antes referido. Julgamos que poderia ser um bom princípio equacionar-se a regulação (completa) desta figura – dando-lhe assim uma “existência jurídica positiva” – ponderando, em seguida, o impacto da inclusão dos seus interesses no rol dos “interesses primários” a ter em consideração na observação do interesse social.

A par dos efeitos perniciosos que o surgimento do credor activista pode acarretar tanto para a sociedade, como para os accionistas e demais *stakeholders*¹¹⁹ – com destaque para o problema de conflito de interesses e desprotecção dos demais *actores* sociais, evidenciados a *pari e passu* neste estudo –, a sua *intromissão* na sociedade financiada também pode ser fonte de grandes benefícios. A monitorização dos comportamentos da administração, principalmente no sentido de agir contra as suas ineficiências e de refrear os comportamentos excessivos do órgão de administração, apre-

¹¹⁹ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS identifica algumas linhas de acção no sentido tanto da protecção dos accionistas, como de reforço da posição dos financiadores. Relativamente aos primeiros a sua linha argumentativa vai no sentido do fomento da transparência sobre os contratos de financiamento, destacando também o relevo da transparência no que tange à existência e poder de actuação de terceiros, os vendedores de protecção. A Autora sugere ainda a necessidade de novos mecanismos de sancionamento nos casos, por exemplo, de abuso de poder e conflitos de interesse. Sobre os segundos – reforço da posição dos financiadores – a Autora sugere algumas medidas que se prendem especialmente com o financiador obrigacionista que, pelas suas características pode apresentar-se numa posição mais desprotegida – cfr., da referida Autora, «Financiamento e governo das sociedades...», cit., pp. 381 a 383.

senta-se como uma das suas grandes vantagens; especialmente quando se assume que este credor tem um papel privilegiado relativamente a qualquer outro dos actores deste palco (mesmo do accionista), nas dimensões informativa, de reacção e de intervenção¹²⁰.

Finalmente, a propósito do estudo das outras formas de intrusão na sociedade – para além das providenciadas por via do contrato de financiamento – observámos a necessidade de se repensarem os motivos que subjazem à convicção generalizada de que o controlo contratual de tipo exclusivamente económico não deve relevar como fonte de relação de domínio à luz do CSC. É que, na verdade, este pode ser um possível caminho a desbravar no sentido da regulação da figura do credor controlador.

O tema a que nos propusemos é, apesar de tudo, um tema embrionário que nos suscitou questões de diversa índole. Foi ao seu aprofundamento a que nos propusemos neste pequeno texto, na esperança de lançar alguma luz sobre algumas dessas questões e sobre outras apenas problematizá-las – com fito na investigação futura de todas elas.

¹²⁰ Cfr. neste mesmo sentido, IDEM, *Ibidem*, pp. 367 e 368.

RESUMO: O presente artigo versa sobre a oferta pública obrigatória em decorrência da alienação ou mudança no poder de controle de companhias abertas nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português. O artigo divide-se em cinco principais pontos, quais sejam, uma breve reflexão sobre a necessidade de regulamentação da transferência do controle acionário; a apresentação do conceito e as formas como o poder de controle pode se apresentar; a análise da oferta pública obrigatória na legislação brasileira; a análise da oferta pública de aquisição obrigatória nos ordenamentos jurídicos europeu e português; e uma breve conclusão sobre o estudo realizado.

Palavras-chave: Direito Societário, Poder de controle, Oferta pública obrigatória, Acionista controlador.

ABSTRACT: The present article refers to the mandatory bid rule triggered by a change of control in publicly-held companies in the Brazilian and Portuguese legal systems. The article is divided into five main chapters, namely, a brief reflection on the need for regulation of the change of control; the concept of control and the various forms of control; an analysis of the mandatory bid rule under Brazilian Law; an analysis of the mandatory bid rule in European and Portuguese legal system; and finally a brief conclusion regarding the present analysis.

Keywords: Corporate law, Corporate control, Mandatory bid rule, Controlling shareholder.

PEDRO CORDELLI ALVES*

A oferta pública de aquisição obrigatória nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português

1. Introdução

O mercado de capitais consiste em um sistema de distribuição que proporciona liquidez aos títulos e valores mobiliários negociados e viabiliza a capitalização das empresas. É clara, assim, a importância que um mercado de capitais saudável e desenvolvido possui para o processo de capitalização das empresas e, consequentemente, para o desenvolvimento econômico de um Estado.

O Direito possui importante papel neste contexto. Tendo em vista que a regulação afeta a tomada de decisões dos agentes econômicos e, assim, a alocação dos recursos no mercado, pode essa fomentar ou desestimular o desenvolvimento do mercado de capitais. Realmente, a criação de normas

* Mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

claras que visem, por meio da proteção dos direitos dos investidores, conferir maior segurança, confiabilidade e eficiência ao mercado, resultam em maior atração da poupança popular e no desenvolvimento do mercado de capitais. A proteção aos direitos dos minoritários, assim, longe de ser uma simples questão de “justiça distributiva”, gera ganhos para todos os agentes econômicos.

Tendo isso em mente, os legisladores de uma série de países passaram a positivar diversos instrumentos de proteção do acionista minoritário, sendo a oferta pública obrigatória em decorrência da mudança do poder de controle um desses. Com o objetivo de assegurar aos acionistas não controladores o direito de alienar suas ações concomitantemente e nas mesmas condições oferecidas às ações do controle, mostra-se, assim, tal instituto, como um importante instrumento de proteção dos acionistas minoritários e do mercado de capitais como um todo.

O trabalho em apreço procura apresentar os principais pontos e teorias desenvolvidas sobre a alienação ou mudança do poder de controle das companhias, no âmbito dos ordenamentos jurídicos brasileiro, português e europeu.

2. Oferta Pública de Ações

A oferta, como ensina Carlos Roberto Gonçalves, “*traduz uma vontade definitiva de contratar nas bases oferecidas, não estando mais sujeita a estudos ou discussões, mas dirigindo-se à outra parte para que a aceite ou não [...]*”¹. Nesse sentido, dispõe o Código Civil Brasileiro, em seu artigo 429 que “*a oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato*”. Segundo lição de Carvalhosa, a oferta pública de ações “é uma proposta irrevogável dirigida a um número maior ou menor de acionistas indeterminados”². A oferta é, assim, uma declaração unilateral da vontade possuindo efeitos vinculantes e criando obrigações para o ofertante.

A oferta pública de ações se diferencia da oferta privada na medida em que esta última é caracterizada pela definição da pessoa do destinatário, ou seja, constitui uma declaração unilateral *in certam personam*, enquanto a oferta pública tem como característica a indefinição do destinatário da proposta, constituindo uma declaração *in incertam personam*. Assim,

¹ GONÇALVES, CARLOS ROBERTO. *Direito civil brasileiro*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2007, v. III: Contratos e atos unilaterais, p. 51.

² CARVALHOSA, MODESTO. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 19 e ss.

enquanto a oferta pública é formulada mediante anúncio público, respeitadas as exigências de *disclosure*, a oferta privada é formulada por correspondência individual. No direito societário, como aponta Carvalhosa, trata-se a oferta pública “*de uma declaração pública pela qual uma pessoa física ou jurídica propõe aos acionistas de uma companhia a celebração do contrato de compra ou permuta de ações*”³.

A oferta pública obrigatória decorrente da alienação ou mudança de controle da sociedade por ações, regulada pelo artigo 254-A da lei societária brasileira e pelos artigos 187.^º e seguintes do CVM português, pode também ser denominada oferta pública *a posteriori*, uma vez que sucede, e é consequência da alienação ou mudança do controle da companhia. O presente estudo tem como objetivo central a análise desta modalidade de oferta pública.

2.1. Evolução histórico-legislativa da oferta pública obrigatória incidente sobre os negócios de alienação de controle no Brasil

A normatização da oferta pública obrigatória no Brasil é marcada, desde sua inserção no sistema – com a Lei das Sociedades por Ações em 1976 até a sua reintrodução no ordenamento jurídico brasileiro com a reforma de 2001 –, por uma profunda insegurança jurídica levada à tona pelo Poder Executivo que, constantemente, utiliza-se do instituto como instrumento para implementação de políticas macroeconômicas⁴.

Os principais acontecimentos que nos permitem ter uma visão geral da evolução histórico-legislativa do instituto no Brasil podem ser assim apontados em ordem cronológica: a elaboração do projeto da Lei das Sociedades por Ações; o artigo 254 da Lei das Sociedades por Ações em sua redação original e a Resolução 401 de 1976 do Conselho Monetário Nacional; a revogação do artigo 254 pela Lei n.º 9.457/1997; e, finalmente, a reintrodução do mecanismo com algumas alterações pela Lei n.º 10.301/2001⁵.

³ CARVALHOSA, MODESTO. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 19 e ss.

⁴ PRADO, ROBERTA NIOAC. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 83.

⁵ Para a síntese do histórico apresentado foram consultadas as seguintes obras: GUILHERME DÖRING CUNHA PEREIRA, *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo ed. Saraiva, 1995, p. 149 e ss; FÁBIO KONDER COMPARATO, *O poder de controle na sociedade anônima*, 5^a ed., Rio de Janeiro, 2008, p. 270; e ROBERTA NIOAC PRADO, Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução

Anteriormente à Lei das Sociedades por Ações, ainda sob a égide do Decreto-lei 2.627/1940, não existia no ordenamento jurídico brasileiro qualquer regulamentação sobre a alienação ou tomada do poder de controle. A preocupação sobre a necessidade de normatização das transferências de controle acionário surge durante o Governo Geisel, com a intenção de promover reformas na lei societária, incluindo em seu texto o direito de saída conjunta como um dos pontos de proteção aos acionistas minoritários⁶. Tal intenção pôde ser extraída da Exposição de Motivos do Conselho de Desenvolvimento Econômico 14 e do II Plano Nacional de Desenvolvimento, aprovado pela Lei n.º 6.151/74, no qual o Presidente da República expressou a preocupação do governo em *"proteger as minorias acionárias e desenvolver o espírito associativo entre os grupos empresariais privados"*. Para tanto, a reforma da lei societária deveria procurar *"evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário"*⁷.

Apesar dos abusos cometidos em uma série de operações de transferência de controle de instituições financeiras ocorridas na década de 70 e da clara ideologia de proteção aos minoritários constante da Exposição de Motivos do CDE 14 e do II PND, a redação final do projeto de Lei das Sociedades por Ações acabou por não contemplar o direito de saída conjunta. O projeto original, elaborado pelos juristas Lamy Filho e Bulhões Pedreira, adotou, contrariando as expectativas, orientação diametralmente oposta⁸.

Neste contexto, a Exposição de Motivos do projeto de lei justificava tal opção pela realidade do poder de controle e pela existência de responsabilidades próprias do acionista controlador não partilhadas pelos acionistas minoritários.

Segundo o entendimento dos autores do projeto, o mercado sempre atribuiu valor ao poder de controle, representado pela propriedade do bloco de ações que assegura ao seu titular a possibilidade de ditar os rumos da companhia. A lei, ao reconhecer a figura do controlador, caracterizando sua conduta e definindo responsabilidades não compartilhadas pelos acionistas não controladores, cerca-o de *"prevenção e suspeita, admitindo a priori que ele esteja sempre inclinado a manipulações lesivas"*. Desta

CMN n. 401/76 – É efetivo mecanismo de proteção aos minoritários? *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, v.106, 1997, p. 85.

⁶ COELHO, FÁBIO UOLHOA. O Direito de Saída Conjunta ("Tag Along"), In: *Reforma da Lei as Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Forense, 2002 (coord. Jorge Lobo), p. 475.

⁷ COMPARATO, FABIO KONDER. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5^a ed., Rio de Janeiro, Forense, 2008, p. 308.

⁸ MARTINS, FRAN. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 3, 2^a Ed., Rio de Janeiro, Forense, 1985, p. 336 e 337.

forma, concluiram os autores, que impedir o acionista controlador de alienar suas ações por preço mais elevado que o obtido pelas demais ações seria “puni-lo pelo exercício de um direito contestável”⁹.

A discussão e resistência a esse ponto do projeto foi intensa, formando-se duas principais correntes: a primeira que entendia que a transferência do controle deveria ser livre e a segunda que defendia o tratamento igualitário entre o acionista controlador e os acionistas minoritários¹⁰. Ao final, foi aprovada emenda apresentada pelo Senador Otto Lehman, passando a constituir o artigo 254 da lei¹¹. Com a aprovação da emenda, a Lei das Sociedades por Ações passou a disciplinar as operações de alienação de poder de controle, dependendo tal operação da prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. O Banco Central, exercendo as funções daquela Comissão enquanto ainda não definitivamente instalada, editou, em 22.12.76, a Resolução 401 com o fim de regulamentar o artigo 254 da lei¹².

Já na década de 1990, após mais de vinte anos de vigência da lei, com o objetivo claro de viabilizar a implementação do programa de privatização, em 1997, através da promulgação da Lei n.º 9.457, originada do chamado “Projeto Kandir”, foi revogado expressamente o artigo 254 e os parágrafos 1.º e 2.º do artigo 255 da Lei das Sociedades por Ações, retirando do ordenamento jurídico brasileiro a oferta pública obrigatória decorrente da alienação de controle das companhias abertas.

Segundo a própria exposição de motivos do “Projeto Kandir”, a mudança visava diminuir os custos das privatizações, levadas a efeito pelo Programa de Privatização das Companhias Estatais e Sociedades de Economia Mista, e o incentivo à concentração empresarial, fazendo com que os recursos antes despendidos com a compra das ações dos minoritários

⁹ LAMY FILHO, ALFREDO; PEDREIRA, JOSÉ LUIZ BULHÕES. *A Lei das S.A. – 1.º Volume*. Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 336 e 337.

¹⁰ MARTINS, FRAN. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 3, 2^a Ed., Rio de Janeiro, Forense, 1985, p. 336 e 337.

¹¹ Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. §1.º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. §2.º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública. §3.º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta.

¹² MARTINS, FRAN. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 3, 2^a Ed., Rio de Janeiro, Forense, 1985, p. 338.

fossem utilizados na capitalização da companhia¹³. Tal medida, na opinião de parte da doutrina, gerou uma enorme insegurança jurídica, tendo em vista a supressão pelo governo, de um direito dos acionistas minoritários com o objetivo de legitimar a apropriação integral do sobrepreço pago por suas ações no âmbito das privatizações¹⁴ e ¹⁵. Não é possível negar, realmente, que a supressão do instituto gerou novas situações de abusos dos acionistas controladores em detrimento dos minoritários.

Com a conclusão da maior parte do plano de privatização, não havia mais motivo para a exclusão da oferta pública obrigatória como meio de proteção aos acionistas minoritários. Assim, em 2001, foi promulgada a Lei n.º 10.303 que deu origem ao artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, restabelecendo, com algumas alterações, a oferta pública obrigatória quando da alienação do controle acionário de companhia aberta¹⁶. Talvez como uma forma de compor as opiniões divergentes sobre o assunto e buscando a diminuição dos custos de aquisição do poder de controle, o dispositivo obriga o adquirente do controle a estender aos minoritários oferta de compra de no mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago pelas ações do bloco de controle, e não mais das mesmas condições oferecidas pelo bloco de controle. A lei societária vigente, portanto, reconhece expressamente o valor econômico das ações do bloco de controle, não restabelecendo o princípio do tratamento igualitário constante do revogado artigo 254¹⁷.

¹³ CARVALHOSA, MODESTO; EIZIRIK, NELSON. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 386.

¹⁴ CARVALHOSA, MODESTO; EIZIRIK, NELSON. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 387. Os autores constatam que a lei, ao retirar o instrumento de proteção aos minoritários, pareceu seguir na contramão da tendência mundial, citando como exemplo a Décima Terceira Diretiva da Comunidade Econômica Européia de 1996/97, que determinava aos Estados membros a promulgação de normas que, em caso de aquisição do controle de uma companhia, obriguem ao lançamento de uma oferta pública.

¹⁵ Em posição diametralmente oposta se posicionaram LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. Para esses autores, a medida foi salutar, uma vez que o artigo 254 da Lei das Sociedades por Ações “representou grave empecilho à abertura das companhias”. Segundo aqueles juristas, “os controladores das companhias fechadas hesitavam em recorrer ao mercado para aumento de capital das empresas sabendo que, caso o fizessem, as ações que detinham passavam a ter ônus diferente das demais”. LAMY FILHO, ALFREDO, PEDREIRA, JOSÉ LUIZ BULHÕES. *A Lei das S.A. – 1.º Volume.* Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 329.

¹⁶ A Lei n.º 10.303/01 previa ainda, em seu artigo 7º, que não seria aplicada a oferta pública obrigatória “às companhias em processo de desestatização que, até a data da promulgação desta Lei, tenham publicado um edital”.

¹⁷ CARVALHOSA, MODESTO; EIZIRIK, NELSON. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 390.

2.2. Evolução histórico-legislativa da oferta pública obrigatória em Portugal

A legislação portuguesa sobre as ofertas públicas de aquisição sofreu diversas alterações, podendo ser extraído de seu estudo seis etapas significativas sobre o dever de lançamento de oferta de aquisição¹⁸. São elas: O DL n.º 429/83 de 13 de dezembro; o CSC de 1986; o CódMVM, aprovado pelo DL n.º 142-A/91 de 10 de abril; o DL n.º 261/95 de 3 de outubro que alterou o CódMVM; o CVM; e o regime atual, disciplinado pelo Código dos Valores Mobiliários com as alterações decorrentes da transposição de duas Diretivas Comunitárias, a Diretiva n.º 2004/25/CE de 21 de abril (“*Diretiva das OPAs*”) e a Diretiva n.º 2004/109/CE de 15 de dezembro (“*Diretiva da Transparência*”).

Pelas disposições do DL n.º 429/83, que inaugurou as intervenções normativas do Estado em matéria de ofertas públicas, as ofertas lançadas do estrangeiro sobre ações emitidas por sociedades portuguesas, dependiam de autorização ministerial, sob o argumento de que seria necessária tal proteção, tendo em vista o receio de um aproveitamento externo das lacunas do direito português sobre a matéria.

Em 1986, o CSC instituiu o dever de lançamento de oferta prévia parcial quando as ações visadas atribuíssem o controle ou quando, somadas às aquisições realizadas no período de um ano (desde o ano civil anterior), excedesse 20% dos direitos de voto.

O CódMVM inovou na matéria, estabelecendo o dever de lançamento de oferta geral, prévia e subsequente, sempre que os valores mobiliários a adquirir (ou quando somados aos já detidos), excedessem 50% dos direitos de voto. O regime introduzido pelo CódMVM passou a coexistir com o regime do CSC, situação que perdurou até 1995, quando o DL n.º 261/95 revogou o regime constante do CSC.

As disposições do DL n.º 261/95, que alterou o CódMVM, conferiram ao dever de lançamento de oferta pública uma enorme complexidade, estabelecendo cinco limites nos artigos 527, n.º 1, e 528, n.º 2.

Após a regulamentação de complexidade claramente excessiva, o CVM trouxe uma nova estrutura para o dever de lançamento de oferta de aquisição e, posteriormente, com as alterações referentes aos textos comunitá-

¹⁸ Sobre o histórico da legislação portuguesa sobre ofertas públicas de aquisição: Câmara, Paulo. *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português*. In: WARDE JR., WALFRIDO JORGE (Coord.). Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 388.

rios, tendo a Diretiva das OPAs sido transposta para o direito português através da edição do DL n.º 219/2006 de 2 de dezembro e a Diretiva da Transparência através do DL n.º 357-A/2007 de 31 de outubro. A atual regulamentação será alvo de estudo detido no item 5 abaixo.

2.3. Necessidade de regulação da transferência do controle acionário – proteção dos acionistas não controladores

Este é talvez o tema mais importante no âmbito da cessão ou mudança do controle acionário. A doutrina e a jurisprudência vêm discutindo e profundo inúmeras teorias a respeito da necessidade e pertinência de regulação da transferência do controle societário e as possíveis formas de proteção dos acionistas não controladores constante nesta regulação.

Alguns autores defendem que o ágio pago pelas ações de controle deve pertencer exclusivamente aos acionistas controladores alienantes.

Lamy e Bulhões entendem que a transferência de controle com o pagamento de ágio pelas ações do bloco, não acarreta, em princípio, agravo a direito dos minoritários. Ensina os autores que *“toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram”*; assim, o valor das ações do controle decorreria do *“poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas”*¹⁹. De fato, o mercado sobrevaloriza as ações integrantes do bloco de controle, tendo em vista que quem as adquire está crescendo ao seu patrimônio mais do que somente os direitos patrimoniais das ações (direito aos dividendos e à partilha), mas também o poder de ditar os rumos da sociedade²⁰.

Argumentam os autores, que a lei atribui aos acionistas controladores responsabilidades próprias não partilhadas pelos acionistas minoritários. Seria incoerente, assim, na visão dos autores, que os últimos partilhassem do ágio recebido pelo controlador na ocasião da transferência deste controle²¹. Desta forma, por tal tese, as regras de direito societário que estabelecem responsabilidades e deveres aos controladores e administradores,

¹⁹ LAMY FILHO, ALFREDO, PEDREIRA, JOSÉ LUIZ BULHÕES. *A Lei das S.A. – 1.º Volume*. Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 255 e 256.

²⁰ COELHO, FÁBIO ULHOA. O direito de saída conjunta (tag along). In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 473.

²¹ COMPARATO apresenta entendimento no mesmo sentido. Apesar de admitir que existe uma certa tendência, em alguns países desenvolvidos do Ocidente, a assegurar uma igualdade de tratamento a todos os acionistas da companhia na hipótese de transferência onerosa do controle.

limitando seu poder e a possibilidade de obtenção de benefícios privados, seriam suficientes para lidar com o conflito existente entre controladores e não controladores²².

No entanto, como nota Eduardo Munhoz, tal definição de deveres e responsabilidades especiais para os acionistas controladores presente na Lei das Sociedades por Ações e defendida pelos autores do anteprojeto se mostrou pura retórica. Desde a promulgação da lei, raríssimos foram os casos de condenação de acionistas controladores por abuso do poder de controle. Tal fato ocorreu, não só pela falta de mecanismos de fiscalização da gestão pelos investidores mas, principalmente, pela ausência de mecanismos e instituições fortes que assegurem o seu cumprimento, permitindo aos investidores uma real possibilidade de defesa de seus direitos²³ e ²⁴. Nesse mesmo sentido, Black ensina que um mercado de capitais forte possui como base uma complexa rede de regulação e instituições que garantem aos acionistas minoritários um amplo *disclosure* de informações sobre as atividades da companhia e a confiança de que os administradores e os acionistas controladores não se apropriarão de todo ou grande parte de seu investimento por meio de operações com conflito de interesses (*self-dealing transactions*)²⁵. A construção de um mercado de capitais forte depende, assim, de uma complexa rede de instituições de suporte, além de uma cultura de *disclosure* (prestação de informações) e *honest dealing*

²² Em sentido contrário, OIOLI entende que não se pode justificar o prêmio de controle como contrapartida das responsabilidades assumidas pela controlador. Tal argumento seria falacioso, uma vez que, como aponta o autor, “a contrapartida da responsabilidade é o próprio poder”. OIOLI, ERIK FREDERICO. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial)–Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, 2010, p. 290.

²³ MUNHOZ, EDUARDO SECCHI. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 89.

²⁴ Também nesse sentido, ÉRICA GORGA: “Ocorre que, segundo as inegáveis evidências trazidas pela literatura econômica, quer nos parecer que ou a lei abre muitas brechas permitindo condutas que não se adequam aos princípios e responsabilidades que ela mesmo adotou, ou os controladores não estão cumprindo todas as responsabilidades decorrentes dos princípios e normas da lei, o que estaria ligado à falta de responsabilização e penalização dos atos ilícitos na prática. Se essas hipóteses não fossem plausíveis, não haveria razão para a existência dos enormes prêmios de controle que foram praticados, os quais, na verdade, refletem os vultuosos benefícios privados do controle que são desviados das sociedades”. Gorga, Érica. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 186.

²⁵ BLACK, BERNARD S. Strengthening Brazil's securities markets. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 120, p. 41, out-dez. 2000.

(operações sem conflito de interesses) com os minoritários. Realmente, o Brasil apresenta dificuldades sérias nesse aspecto²⁶.

Outros autores entendem, por sua vez, que o ágio pago pelas ações de controle deve ser partilhado entre os controladores e os acionistas minoritários.

Claro defensor desta corrente, Carvalhosa discorre que o controle apresenta-se como o poder de ditar os rumos da companhia, produzindo tais decisões efeitos na esfera patrimonial dos minoritários. Segundo o autor, nasce daí *“o dever legal dos controladores, ao ceder o controle da companhia a terceiros, de não se apropriarem dos benefícios originados da valorização do patrimônio social decorrente do processo de capitalização promovido ou acordado por todos”*²⁷.

Também defendendo tal posição, Hugo Moredo Santos ensina que o sistema de oferta pública obrigatória visa *“evitar que alguém, adquirindo directa ou indirectamente uma parcela das acções representativas do capital com voto emitidas por uma sociedade, possa tomar o controlo sobre esta e subordinar os interesses dos acionistas minoritários à sua gestão sem lhes dar a hipótese de abandonar a sociedade a um preço justo”*²⁸.

A possibilidade de saída dos acionistas minoritários em caso de mudança de controle se justifica tendo em vista que a mudança de controle de uma sociedade gera uma situação de incerteza dos acionistas minoritários com relação ao novo controlador e quanto à forma como a nova administração conduzirá os destinos da sociedade. Tal possibilidade de saída, assim, garante uma proteção aos acionistas minoritários no caso de não concordarem ou restarem prejudicados com a alteração do controle da sociedade²⁹ e 30.

²⁶ Nesse sentido ver: BLACK, BERNARD S. The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*, v. 48, p. 781-855, 2001. Em seu estudo o autor apresenta tabela com as instituições-chave para controlar a assimetria de informações e as operações com conflito de interesses, apontando os problemas institucionais específicos e os problemas que restringem o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tais como a limitação de recursos financeiros e humanos da CVM para fiscalizar o mercado, o baixo risco de responsabilização civil e criminal dos administradores pela realização de operações com conflito de interesses e a falta de mecanismos de *class actions*.

²⁷ CARVALHOSA, MODESTO DE SOUZA BARROS. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 142.

²⁸ SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparéncia, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 1^a ed., Coimbra Editora, 2011, pg. 189.

²⁹ SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparéncia, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 1^a ed., Coimbra Editora, 2011, p. 207.

³⁰ Entendemos que tal justificativa não pode ser invocada no âmbito do ordenamento jurídico brasileiro, tendo em vista que a oferta pública obrigatória no caso de alienação

Paulo Câmara também aponta que um dos fundamentos da oferta obrigatória consiste na “circunstância de se conceder ao sócio minoritário a possibilidade de saída”. Conclui o autor que, de fato, diante da transição do controle de uma companhia o acionista minoritário pode ter justificados motivos para querer abandonar a sociedade, dentre eles, a não confiança na capacidade de gestão do novo controlador, o receio de transações intra-grupos desfavoráveis para a companhia, etc³¹. Nesse mesmo sentido, Ana Sá Couto aponta que o instituto surge com o escopo de proteger os acionistas minoritários contra situações efetivas de mudança de controle, conferindo-lhes a possibilidade de vender a sua participação social e se beneficiar do prêmio de controle que o comprador esteja eventualmente disposto a pagar pela sua aquisição³².

Outro fundamento constantemente apontado pela doutrina para defesa da oferta pública obrigatória é a invocação da repartição do prêmio de controle, o qual encontra fundamento em duas principais premissas, quais sejam, a igualdade de tratamento dos acionistas e a ideia de que o prêmio de controle faz parte do valor global das ações da sociedade. Hugo Moredo Santos nota ainda que o entendimento de que o prêmio de controle pertence à sociedade está fundado numa ideia de justiça distributiva e numa específica opção política³³. Como apontamos acima, existem divergências na doutrina neste ponto, defendendo parte da doutrina que o prêmio de controle pertence ao acionista controlador e não à sociedade³⁴.

Neste contexto, o Preâmbulo do DL n.º 486/99 aponta em seu n.º 12 que “*o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatória assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários*”. Clara está, assim, a opção do legislador português em assegurar a distribuição equitativa do prêmio de controle.

do controle de uma sociedade por ações está restrita aos acionistas com direito de voto, como será visto.

³¹ CÂMARA, PAULO. *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português*. In: Warde JR., Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 430.

³² COUTO, ANA SÁ. Breve Comentário à transposição da Diretiva das OPA. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliário* n.º 25, dezembro de 2006, p. 72.

³³ SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 1^a ed., Coimbra Editora, 2011, pg. 204.

³⁴ Neste sentido CARLOS OSÓRIO DE CASTRO. (Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição, Problemas societários e fiscais do mercado de valores mobiliários, Fisco, Lisboa 1992, p. 10-77).

Tal instituto, assim, insere-se no princípio da igualdade de tratamento, princípio transversal ao direito societário que visa evitar conflitos de agência na relação entre o acionista controlador e os acionistas minoritários. O regime das ofertas públicas obrigatórias, como se extrai do considerando 9 da Diretiva das OPAs³⁵, possui a possibilidade de saída da sociedade e a repartição do prêmio de controle como os dois fundamentos ou medidas para concretização do princípio da igualdade de tratamento³⁶.

Em seu estudo sobre as ofertas públicas obrigatórias, a autora brasileira Roberta Nioac Prado, enumera três correntes doutrinárias no direito estrangeiro acerca da necessidade ou não de regulação do mercado de controle societário³⁷.

A primeira delas, denominada pela autora de “liberal”, defende que as trocas de controle, privadas ou por meio de *takeover* hostil, são sempre benéficas para os minoritários e para o mercado, aumentando a eficiência dos administradores e a utilização dos ativos sociais, devendo estas ser totalmente livres de qualquer regulação.

A segunda corrente, a qual a autora chama de “intermediária”, entende que as transferências de controle são, via de regra, benéficas ao mercado e aos minoritários. A corrente defende, porém, a existência de regulação para as ofertas *a priori*; tal regulação deve prever procedimentos e regras de *disclosure*, com o objetivo de munir os minoritários com informações sobre a operação para que estes atuem no mercado em igualdade de condições de conhecimento³⁸. Pelo entendimento desta corrente, a alienação

³⁵ Assim dispõe: “As 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 de 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 respectivas participações a um preço equitativo que deve ser objeto de uma definição comum”.

³⁶ Neste sentido, o *City Code*, norma que inspirou a regulação europeia sobre o assunto, dispõe que “a filosofia subjacente a esta rule [rule 9] (...) tem dois fundamentos: primeiro, a sociedade é agora controlada por uma nova pessoa, quando antes era controlada por outra ou nem sequer era controlada. Por várias circunstâncias, aos acionistas deve ser dada a oportunidade de vender suas ações pois, por diversas razões, podem não pretender continuar na sociedade sob o domínio do novo controlador. Segundo, a aquisição do controle usualmente envolve o pagamento de um prêmio acima do preço de mercado e, por conseguinte, o recebimento desse prêmio por um ou mais vendedores”. Cf. *Takeover Panel*, disponível em www.thetakeoverpanel.co.uk, acesso em 30.10.2012.

³⁷ PRADO, ROBERTA NIOAC. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 50 e ss.

³⁸ Conforme demonstrado por NIOAC PRADO, esta corrente é adotada pelos tribunais e pelo

do controle e a apropriação do prêmio³⁹ pelo controlador alienante não configura um ilícito, e não fere o princípio do dever fiduciário dos administradores, nem o princípio da igualdade entre os acionistas. Assim, a mera transferência do controle com apropriação do prêmio pelo controlador (desde que respeitado o princípio da boa-fé e que exista o *full and fair disclosure* da operação), não configurará nenhum ilícito.

Já a última corrente doutrinária, mais conservadora, defende que as cessões privadas de controle seriam sempre prejudiciais aos acionistas não controladores, devendo ser limitadas pelo legislador através de uma regulação material e da imposição de oferta pública *a posteriori*. Podemos dividir tal corrente em três entendimentos ou teorias, quais sejam, a teoria do controle como “*corporate asset*” ou “bem social”; a teoria do “dever de fidúcia do controlador”; e a teoria da “igualdade de oportunidades de todos os acionistas nas alienações de controle”⁴⁰.

A primeira teoria, defendida pelos autores americanos Berle e Means, entende que o poder de controle faz parte do ativo social da companhia, não sendo passível de apropriação pelo controlador, devendo o seu valor, portanto, ser pago à própria companhia. A segunda teoria também entende ilegal a apropriação do prêmio de controle, porém com base no entendimento que ocorreria no caso uma violação do dever de fidúcia do controlador para com os acionistas minoritários. A última teoria, desenvolvida pelo professor William Andrews, sustenta a igualdade de oportunidades de todos os acionistas na cessão de controle. O autor entende que não existe ilegalidade na mera cessão do controle, porém, na sua ocasião os acionistas minoritários devem ter igual oportunidade de vender suas ações nas mesmas condições oferecidas pelas ações do controlador. Assim, caso o adquirente esteja disposto a adquirir menos de 100% (cem por cento) das ações da companhia, a compra será realizada sempre *pro rata* entre os acionistas⁴¹.

legislador norte-americano, onde a apropriação do prêmio de controle pago pelas ações do controlador em negociação privada não configura qualquer ilegalidade.

³⁹ Claro e didático o conceito de prêmio de controle apresentado por NIOAC PRADO: “*O prêmio de controle é o sobrepreço que o adquirente do controle paga pelo bloco de ações que lhe conferem o poder de controlar a companhia. Ou seja, no preço avençado entre acionista controlador alienante e adquirente, alem do valor individualmente considerado de cada ação negociada, acresce-se um outro valor pecuniário ao poder de gerir os negócios sociais*”. PRADO, ROBERTA NIOAC. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 110.

⁴⁰ A autora não utiliza tais nomes para caracterizar as citadas teorias, nomes estes utilizados pelo presente estudo somente para facilitar a síntese e a identificação de cada teoria.

⁴¹ ANDREWS, WILLIAM D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares, *Harvard Law Review* 78/505-563.

Refletindo as discussões doutrinárias, os ordenamentos jurídicos se dividem entre dois principais modelos regulatórios sobre o mercado de controle acionário: o sistema norte-americano da *regra de mercado* e o sistema europeu do *tratamento igualitário*. Como noção geral, pelo sistema da regra de mercado, o controlador é livre para vender suas ações, não ficando o adquirente obrigado a realizar oferta pública para aquisição das ações dos demais acionistas, sendo o prêmio de controle livremente apropriado pelo controlador. Já pelo sistema do tratamento igualitário, é assegurado aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações com o controlador e nas mesmas condições em eventual alienação do poder de controle. Tal direito é instrumentalizado pela obrigação do adquirente do controle de realizar uma oferta pública para a aquisição das ações dos demais acionistas⁴².

Nota-se, assim, que o tema, dividindo a doutrina e a jurisprudência, está longe de um consenso. Ambos os modelos (da regra de mercado e do tratamento igualitário) possuem vantagens e desvantagens, funcionando de forma mais eficaz a depender do contexto de cada ordenamento jurídico e mercado de capitais. Apesar de defendermos a existência da oferta pública obrigatória no âmbito do ordenamento jurídico brasileiro, tendo em vista os altos benefícios privados do controle existentes⁴³, o sistema do tratamento igualitário não está isento de críticas. A decisão do legislador, assim, não é simples. Como aponta Hugo Moredo, cabe ao legislador descobrir se existem razões que justifiquem a adoção do sistema do tratamento igualitário, uma vez que *"se a falta de protecção dos minoritários pode conduzir ao seu abandono do mercado, a imposição de excessivas restrições aos promotores de mudanças de controlo poderá desincentivar a actividade empreendedora e deslocalizar capitais para investimentos de outra natureza"*⁴⁴.

⁴² O tratamento igualitário pode ser absoluto, pelo qual a obrigação de aquisição das demais ações da companhia deve observar rigorosamente as mesmas condições da aquisição das ações do controlador, ou relativo, pelo qual as condições da oferta pública não são necessariamente as mesmas da aquisição das ações do controlador. Por sua vez, a oferta pública instrumento da regra do tratamento igualitário pode ser total ou parcial, ou seja, quando a obrigação de ofertar a compra é direcionada a todas as ações da companhia, no primeiro caso, e parte delas (divididas *pro rata* entre os acionistas, inclusive o controlador) no segundo.

⁴³ Também nesse sentido, ÉRICA GORGA: *"A 'regra de mercado' provou-se ineficiente no caso brasileiro, haja vista os altíssimos prêmios de controle durante época de ausência de regulação. Portanto, o tag along, ou regra de igual oportunidade, é indispensável nesse contexto para que se proteja o valor das ações dos acionistas minoritários"*. GORGA, ÉRICA. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 183.

⁴⁴ SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparéncia, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 225.

3. Breves considerações sobre o poder de controle

A conceituação e identificação do poder de controle mostra-se uma das tarefas mais árduas do direito societário. A doutrina costuma conceber o poder de controle como “o direito de dispor de bens alheios como proprietário”, aproximando o conceito de controle ao de propriedade. Outra concepção também comum entende o controle como o poder sobre a atividade empresarial e não sobre bens alheios⁴⁵. Comparato, no entanto, ensina que tais posições não seriam antinônicas, mas complementares, uma vez que o controle sobre a atividade empresarial implicaria, necessariamente, o controle dos bens empresariais e vice-versa⁴⁶.

A limitação em sua conceituação está ligada à dificuldade de transpor para a legislação uma questão de fato como o poder de controle. Realmente, a doutrina costuma apontar a natureza do controle como um poder de fato, sendo árdua a tarefa de elaborar um conceito que consiga abranger todas as suas manifestações. Nesse sentido, Comparato, apoiado nas lições de Champaud, aponta que o reconhecimento do poder de controle somente poderia provir, assim, de “*indícios e presunções, e não de regras fixas e imutáveis, que constituiriam uma rede de malhas muito largas para recolher todas as manifestações do controle*”⁴⁷.

Com relação às suas modalidades o poder de controle pode ser dividido em dois grandes grupos: o poder de controle interno e o externo⁴⁸. Podemos conceituar o controle interno como aquele cujo titular atua no interior da sociedade, mas não necessariamente fundado na propriedade acionária. Assim, haverá controle interno sempre que o poder de dirigir os rumos da sociedade provenha de direitos próprios de acionistas ou de prerrogativas diretoriais⁴⁹.

⁴⁵ Guilherme Pereira faz brilhante estudo sobre as teorias de CLAUDE CHAMPAUD, G. FERRI e C. PASTERIS sobre a concepção de controle. PEREIRA, GUILHERME DÖRING CUNHA. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 26.

⁴⁶ COMPARATO, FÁBIO KONDER; SALOMÃO FILHO, CALIXTO. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro, 2008, p. 93.

⁴⁷ CHAMPAUD, CLAUDE, *Le pouvoir de concentration de La société par actions*. Paris: Sirey, 1962, p. 161 apud COMPARATO, FÁBIO KONDER; SALOMÃO FILHO, CALIXTO. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro, 2008, p. 47.

⁴⁸ Somente como noção geral, o poder de controle externo caracteriza-se como aquele exercido por agente externo à sociedade, ou seja, por outros meios que não o exercício do voto ou pelos administradores da sociedade. Exemplo clássico é a sociedade devedora de vultosa quantia, situação na qual o credor – normalmente um banco – passa a influir na administração da sociedade.

⁴⁹ COMPARATO, FÁBIO KONDER; SALOMÃO FILHO, CALIXTO. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro, 2008, p. 51.

Apoiada na classificação proposta pelos autores americanos Berle e Means⁵⁰, a doutrina costuma apontar quatro modalidades de poder de controle interno da sociedade anônima, quais sejam: (i) totalitário; (ii) majoritário; (iii) minoritário; e (iv) gerencial.

O controle totalitário pode ser entendido como aquele no qual nenhum sócio está excluído do poder de controle da sociedade, sendo todas as deliberações da assembleia decididas unanimemente⁵¹. O controle majoritário por seu turno é aquele exercido através da titularidade da maioria das ações do capital votante da companhia⁵². Segundo Berle e Means, o controle majoritário é o primeiro passo na separação de propriedade e controle, tendo em vista sua diferenciação com o controle totalitário⁵³.

Já o controle minoritário é aquele fundado na titularidade de um número de ações inferior à metade do capital votante da sociedade. O controle minoritário é, assim, uma posição intermediária entre o capital concentrado, marcado pelas companhias de controle totalitário e majoritário, e o capital pulverizado, no qual a ausência do controlador viabiliza o exercício do controle pelos administradores. A diluição do capital votante da companhia conjugada com o absenteísmo nas assembleias gerais torna o controle minoritário plenamente viável. Uma série de fatores pode levar à existência conjunta desses dois fenômenos, visto que com o desenvolvimento do mercado de capitais e a procura cada vez maior dos controladores por recursos nesse mercado para financiamento de suas

⁵⁰ BERLE e MEANS (*The modern corporation and private property*. New Jersey: Transaction Publishers, New Brunswick, 2009, p. 67) identificaram em seu estudo cinco espécies de poder de controle interno: o controle com quase completa titularidade acionária (*control through almost complete ownership*), o controle majoritário (*majority control*), o controle mediante expedientes legais sem a titularidade da maioria acionária (*control through a legal device without majority ownership*), o controle minoritário (*working control*) e o controle gerencial ou administrativo (*management control*). A classificação proposta pelos autores norte-americanos é adotada, com determinadas vêrias, por grande parte da doutrina nacional.

⁵¹ Nas palavras de COMPARATO, o controle totalitário ocorreria “quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade, quer se trate de sociedade unipessoal, quer se esteja diante de uma companhia do tipo familiar (controle totalitário conjunto)”, em tais hipóteses, assim, a unanimidade é de rigor. COMPARATO, FÁBIO KONDER; SALOMÃO FILHO, CALIXTO. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro, 2008, p. 60.

⁵² De forma simplificada, o controle majoritário é aquele exercido com a titularidade de ações representando mais da metade do capital votante da companhia.

⁵³ BERLE JR., ADOLF A.; MEANS, GARDINER C. *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 2009, p. 67. No original: “*Majority control, the first step in the separation of ownership and control, involves ownership of a majority of the outstanding stock.*”

atividades, existe o crescimento da tendência de pulverização do controle das companhias⁵⁴.

Por fim, o poder de controle gerencial ou administrativo (*management control*) é aquele fundado unicamente nas prerrogativas diretoriais e não na participação acionária. Nesta espécie de poder de controle, tendo em vista a enorme dispersão acionária, nenhum acionista ou grupo de acionistas possui um número de ações suficiente para exercer o poder de controle sobre a companhia⁵⁵. Os administradores passam a ditar os rumos da companhia através da utilização de mecanismos de representação de acionistas em assembleia ou, como denominado pelos autores americanos, *proxy machinery*, ou seja, procurações outorgadas por acionistas que, pela pequena quantidade de ações de que são titulares, não acompanham a vida da sociedade⁵⁶.

Pela redação do artigo 116 da lei societária brasileira⁵⁷, a caracterização do acionista controlador ocorre com a presença de três requisitos: (i) a predominância de votos nas deliberações da assembleia geral, com a eleição da maioria dos administradores; (ii) a permanência dessa predominância; e (iii) o uso efetivo do poder de dominação⁵⁸.

Resta claro da leitura do citado dispositivo que o legislador optou por não exigir um percentual mínimo de ações votantes para caracterizar o

⁵⁴ Considerando a emissão de ações votantes. No caso brasileiro, grande parte das emissões ocorrem no âmbito do Novo Mercado, segmento especial de listagem da Bovespa que, adotando a regra de “uma ação-um voto”, proíbe a emissão de ações sem direito de voto ou com voto restrito.

⁵⁵ BERLE JR., ADOLF A.; MEANS, GARDINER C. *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 2009, p. 78. No original: “*The fifth type of control is that in which ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company*”.

⁵⁶ BERLE e MEANS apresentam como exemplo a Pennsylvania Railroad Co. Segundos os dados apresentados pelos autores americanos, em dezembro de 1929, o maior acionista individual possuía apenas 0,34% do capital social da companhia, e os vinte maiores acionistas possuíam, em conjunto, apenas 2,7% das ações.

⁵⁷ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

⁵⁸ Também nesse sentido, o artigo 243, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações, praticamente reproduzindo o disposto no artigo 116, define sociedade controlada como a “*sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores*”.

acionista como controlador. A caracterização do controlador partia, assim, de uma constatação fática: o acionista que consegue prevalecer nas deliberações da assembleia geral, elegendo a maioria dos administradores e comandando de fato as atividades sociais⁵⁹. Assim, a lei societária admitiu o poder de controle minoritário como um fato de inegável possibilidade de ocorrência, ou seja, a lei confere *status de acionista controlador* ao acionista (ou grupo de acionistas) que consegue, mesmo com menos da metade das ações com direito de voto da companhia, prevalecer nas deliberações da assembleia geral, elegendo a maioria dos administradores⁶⁰.

Importante neste contexto a análise realizada por Érica Gorga sobre a estrutura da propriedade acionária das sociedades anônimas no mercado de capitais brasileiro. O estudo aponta que, das 92 companhias listadas no Novo Mercado – segmento de governança da Bovespa –, 65 não possuem controlador majoritário. Nestas 65 companhias, o maior acionista detém, em media, 26.23% das ações, os três maiores acionistas detém 47.28% das ações e os cinco maiores são titulares de 54.73% das ações. Considerando o efeito dos acordos de acionistas, o estudo indica que o número de companhias sem controlador majoritário cai para 45, do total de 92 listadas

⁵⁹ Também nesse sentido a lição de EIZIRIK: “*O fato de o artigo 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-la ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência do controle minoritário*”. EIZIRIK, NELSON. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, RODRIGO R. MONTEIRO DE; AZEVEDO, Luís ANDRÉ N. DE MOURA (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 180.

⁶⁰ De fato, ao não exigir um percentual mínimo de ações votantes para caracterizar o controlador, além de estabelecer regras de *quorum* de instalação e deliberação em assembleia que viabilizam a aprovação de matérias por acionistas representando menos da metade das ações votantes da companhia, a Lei das Sociedades por Ações parece reconhecer a existência do controle minoritário. Mesmo para os casos de *quorum* qualificado de deliberação, elencados no artigo 136, o que poderia aparentar a inviabilização do exercício do controle minoritário, a lei traz no § 2º do mesmo artigo a possibilidade de redução de tal *quorum*, por meio de autorização concedida pela Comissão de Valores Mobiliários, para o caso de companhias com alta dispersão acionária, cujas três últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Evidentemente, tal redução de *quorum* somente se aplica às companhias abertas com controle minoritário ou gerencial. A lei traz ainda pelo menos outros dois mecanismos para contornar os efeitos do absentismo do corpo acionário, evidenciando, também aí um reconhecimento do controle minoritário. Fala-se do pedido público de procuraçāo, constante dos §§ 2º e 3º do artigo 126 e regulado pela Instrução CVM 481/09, e o voto a distância, mecanismo presente no artigo 121, § único, incluído pela lei 12.431/11.

no segmento de governança da Bovespa⁶¹. Os dados expostos pela autora demonstram o incrível crescimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos. Apesar de a estrutura da propriedade do capital nas sociedades anônimas brasileiras ainda ser marcada por uma grande concentração acionária, os dados apresentados no citado estudo sugerem o início de uma possível alteração nesta estrutura⁶².

Questão muito interessante sobre o assunto é a exigibilidade (ou não) no ordenamento jurídico brasileiro da oferta pública decorrente da transferência onerosa do controle minoritário. Tal questão adquire contornos interessantes na medida em que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos inaugurou uma realidade até então desconhecida no país: as sociedades por ações com controle diluído ou disperso. Apesar de parte da doutrina entender que a lei societária brasileira admite, ainda que implicitamente, a existência do controle minoritário, forçoso falar que a regra contida no artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações não foi concebida para situações de alienação do controle minoritário, realidade esta ainda não existente à época da edição da lei ou mesmo de suas modificações posteriores⁶³.

Outro ponto interessante é a falta de regulamentação no caso de mudança no controle acionário de uma sociedade por ações sem a ocorrência de negociação privada, ou seja, a mudança no controle de uma sociedade sem que este tenha sido alienado. Tendo em vista que a lei societária brasileira somente exige a realização da oferta pública obrigatória no caso de alienação do poder de controle, ou seja, na troca do controle da companhia por meio de uma transação privada, tem-se clara uma lacuna regulatória no assunto. Tal questão, no entanto, foi pouco debatida pela jurisprudência e pela doutrina brasileira, e ainda deverá ser alvo de inúmeras discussões nos dois campos.

Contrastando com a aparente simplicidade do artigo 116 da lei societária brasileira, o artigo 20⁶⁴ do CVM português traz técnica sofisticada

⁶¹ GORGA, ÉRICA. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, Cornell Law School Working Papers, setembro de 2008, p. 31.

⁶² GORGA, ÉRICA. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*, Cornell Law School Working Papers, setembro de 2008, p. 27 e tabela p. 86.

⁶³ OIOLI, ÉRIK FREDERICO. Obrigatoriedade do tag along na aquisição de controle diluído. In: Adamek, Marcelo Vieira Von (Coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

⁶⁴ "Art 20. 1 – 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

para mensurar a influência do acionista na sociedade⁶⁵. A legislação portuguesa sobre o assunto abarca no regime da imputação de direitos de voto diferentes funções, principalmente as dos deveres de informação e de lançamento de oferta pública obrigatória⁶⁶. Nesse contexto ensina Hugo Moredo que, *"a lógica subjacente ao art. 16 e ao art. 187 em matéria de cômputo dos direitos de voto é a mesma: são considerados os direitos de voto que um accionista pode exercer porque são inerentes às acções que lhe pertencem e os direito de voto que, sendo inerentes a acções de que o participante não é titular, lhe são imputados por via de relação, directa ou intermediada, que o participante tem com o titular formal dessas acções"*⁶⁷.

O artigo 20, assim, traz um leque de situações que levam (ou podem levar) à influência ou domínio da sociedade. Tal domínio, assim, pode ocorrer não só através de participações sociais, diretas ou indiretas e detidas por uma pessoa ou por um conjunto de pessoas, mas também através da celebração de contrato de grupo ou de acordos parassociais, entre outros⁶⁸. A amplitude de tal leque busca que o máximo de situações de titularidade acionária possíveis sejam detectadas, para evitar que as obrigações constantes na lei sejam contornadas.

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 respectivos titulares; f) Inerentes a acções 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. (...)".

⁶⁵ O CVM dispõe ainda, em seu artigo 21, sobre as relações de domínio e de grupo. Estabelece o artigo que se considera relação de domínio a relação existente entre uma pessoa singular ou coletiva (natural ou jurídica) e uma sociedade quando aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante. O n.º 2 do citado artigo dispõe ainda que existe relação de domínio quando a pessoa singular ou coletiva (i) disponha da maioria dos direitos de voto; (ii) possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial; e (iii) possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização.

⁶⁶ CÂMARA, PAULO. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 550.

⁶⁷ SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 332.

⁶⁸ CÂMARA, PAULO. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 551.

4. Regulação Brasileira da Alienação de Controle Acionário

A Lei das Sociedades por Ações estabelece em seu artigo 254-A⁶⁹ o dever de lançamento de oferta pública por ocasião da alienação do poder de controle de companhia aberta, sendo tal dever regulado pelo artigo 29 da Instrução n.º 361 da Comissão de Valores Mobiliários brasileira.

Da análise do dispositivo da lei societária depreende-se dois elementos necessários para a caracterização da alienação do controle acionário da companhia aberta: (i) a ocorrência de efetiva transferência do controle acionário, resultando, ao final da operação, na mudança da titularidade do controle; e (ii) que a transferência do controle acionário possua caráter oneroso⁷⁰.

Pela leitura do artigo 254-A, nota-se que o § 1.º, apesar de à primeira vista aparentar indicar uma definição, não traz o conceito de alienação de controle, mas somente lista, em rol não taxativo, algumas formas pelas quais a alienação do poder de controle pode ocorrer. O dispositivo, com redação claramente circular, procura abranger as hipóteses em que a alienação do controle pode ocorrer, com base na experiência adquirida pela Comissão de Valores Mobiliários na vigência do artigo 254.

O artigo 254-A atribuiu, assim, sentido amplo à expressão “alienação do controle”, incluindo as hipóteses de transferência direta e indireta⁷¹ das ações do bloco de controle, de ações vinculadas a acordo de acionistas, de valores mobiliários conversíveis em ações com direito de voto, de direitos de subscrição de ações ou de outros títulos, ou ainda de direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, podendo a alienação ocorrer

⁶⁹ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. § 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

⁷⁰ Nesse sentido, os seguintes precedentes da Comissão de Valores Mobiliários: Processo Administrativo CVM n. RJ 2007/14099, julgado em 29.01.2008; Processo Administrativo CVM n. RJ 2008/4156, julgado em 17.06.2008; e Processo Administrativo CVM n. RJ 2009/0471, julgado em 03.03.2009; entre outros.

⁷¹ PAULO PENNA aponta ainda que a referência feita no § 1º do artigo 254-A a “alienação indireta” compreende tanto a alienação do controle indireto quanto a alienação indireta do controle, própria do negócio indireto. PENNA, PAULO EDUARDO RAMOS DE ARAUJO. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 129.

por meio de uma única operação ou de um conjunto de operações. Corroborando a intenção da lei de estabelecer um conceito amplo para “alienação de controle”, o § 5º do artigo 29 da Instrução Comissão de Valores Mobiliários n. 361 dispõe que *“a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta”*.

Apesar de expressa no texto legal, a alienação do controle indireto possui problemas que precisam ser resolvidos casuisticamente. O mais difícil deles diz respeito à definição do critério a ser utilizado para o cálculo do valor das ações a se considerar na oferta pública. Caso o controle esteja sendo alienado através de *“holding pura”*, ou seja, sociedade cujo único ativo são as ações da companhia controlada, não há dificuldades em estabelecer o valor a ser estendido aos acionistas minoritários na oferta pública, tendo em vista que esse será calculado com base no valor pago pelas ações ou quotas da sociedade *holding*. Por outro lado, em se tratando de alienação do controle da companhia através de *“holding mista”*, ou seja, companhia que possui outros ativos além da participação acionária na companhia controlada, será necessária a análise do caso concreto, com a elaboração de um estudo contábil a fim de separar o valor referente ao controle da companhia controlada e o valor das demais atividades sociais da sociedade *holding*⁷² e ⁷³.

O *“caput”* do artigo 254-A estabelece que a alienação do controle de uma companhia somente poderá ser contratada sob condição suspensiva ou resolutiva de o adquirente realizar a oferta pública de aquisição das ações com direito a voto dos acionistas não controladores. Conforme disposto no artigo 125 do atual Código Civil Brasileiro, *“subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”*. Assim, os efeitos do contrato de alienação do controle acionário, no caso do contrato sob condição suspensiva, ficam suspensos até a realização da oferta pública, passando o adquirente a exercer o controle da companhia somente após a realização desta. Já no contrato sob condição resolutiva⁷⁴ o adquirente pode exercer o controle

⁷² PRADO, ROBERTA NIOAC. *Oferta publica de ações obrigatória nas S.A – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 152 e 153.

⁷³ Segundo o §6º do artigo 29 da Instrução 361 da Comissão de Valores Mobiliários: *“No caso de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto”*.

⁷⁴ Conforme disposto no art. 127 do atual Código Civil, *“se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido”*.

desde logo, ou seja, os efeitos do contrato por meio do qual foi acordado a transferência do controle são sentidos antes mesmo da realização da oferta pública. Por óbvio, será nulo o negócio jurídico firmado caso o adquirente do controle acionário não realize a oferta pública prevista no artigo 254-A⁷⁵.

Prevê também o artigo 254-A, em seu parágrafo quarto, a possibilidade de o adquirente do controle acionário oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento do prêmio de permanência, ou seja, o pagamento de uma quantia equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. Importante notar que trata-se de faculdade oferecida pela lei ao adquirente do controle da companhia, podendo tal procedimento ser adotado cumulativamente com a oferta pública obrigatória. Assim, o pagamento do prêmio de permanência, não pode consistir, evidentemente, em procedimento alternativo, mas sim cumulativo à oferta pública, se assim desejar o adquirente do controle acionário.

Caso o adquirente do controle adote tal faculdade prevista na Lei das Sociedades por Ações, a adoção do prêmio e seu valor devem constar de forma expressa no edital de oferta pública, não havendo impedimento, uma vez que se trata de procedimento cumulativo à oferta, que o valor do prêmio de permanência oferecido seja superior à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle⁷⁶.

Importante apontar que a Lei das Sociedades por Ações contempla um sistema híbrido, ou seja, não adotando integralmente nem o modelo norte-americano da regra de mercado nem o sistema europeu do tratamento igualitário, tendo em vista que o tratamento igualitário previsto na lei societária brasileira é limitado, já que é restrito a uma categoria de acionistas, não contemplando os acionistas sem direito a voto, e prevê a possibilidade de o preço da oferta pública poder ser 20% inferior ao valor pago pelas ações do controle⁷⁷.

⁷⁵ CARVALHOSA, MODESTO. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4.º vol., tomo II, 3.ª ed., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 179.

⁷⁶ CARVALHOSA, MODESTO. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4.º vol., tomo II, 3.ª ed., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 188.

⁷⁷ MUNHOZ, EDUARDO SECCHI. Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: Eficiências e ineficiências. In: Adamek, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 311.

5. Ordenamentos Jurídicos da União Européia e Portugal. A Diretiva 2004/25/CE e o Código de Valores Mobiliários Português

O direito comunitário pode ser dividido em originário e derivado. O direito originário compreende os tratados e as convenções internacionais, nos quais se firmam os fundamentos da ordem jurídica comunitária. O direito comunitário derivado, por sua vez, é formado pelos regulamentos, diretivas, decisões, recomendações e pareceres, adotados pelas instituições europeias (o Parlamento Europeu, o Conselho da União Europeia e a Comissão Europeia). Para o presente estudo interessa-nos mais diretamente as diretivas⁷⁸.

As Diretivas Européias têm como papel fixar objetivos a serem atingidos pelos Estados-Membros, visando harmonizar as legislações nacionais. O conteúdo constante nas diretivas deve, assim, ser transposto, com certa margem de manobra – tendo em vista as realidades e especificidades dos sistemas nacionais – para o ordenamento jurídico dos Estados-Membros. O artigo 288 do TCE dispõe que *“a diretiva vincula o Estado-Membro destinatário quanto ao resultado a alcançar, deixando, no entanto, às instâncias nacionais a competência quanto à forma e aos meios”*. No entanto, caso o Estado-Membro não insira o texto da diretiva no direito interno em um determinado prazo, esta passa a ser diretamente aplicável no âmbito interno do país.

Como estabelece o considerando n.º 1 da Diretiva das OPAs, à luz da al. “g” do n.º 2 do artigo 44.º do TCE⁷⁹, é necessário coordenar determinadas garantias exigidas pelos Estados-Membros às sociedades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em um mercado regulamentado⁸⁰ em um dos Estados-Membros, com o objetivo de proteger os

⁷⁸ TOLEDO, PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE. A poison pill brasileira. In: ADAMEK, MARCELO VIEIRA VON. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. Liber Amicorum. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 165.

⁷⁹ Posteriormente, o TCE foi alterado pelo Tratado de Lisboa, assinado em 13.12.2007 e em vigor desde 01.12.2009, tendo sido o artigo 44 alterado e renumerado para artigo 50.

⁸⁰ Conforme disposto no n.º 13 do artigo 1.º da Diretiva 93/22/CEE, *in verbis*:

- “13. Mercado regulamentado, um mercado de instrumentos financeiros referidos na secção B do anexo,*
- inscrito na lista referida no artigo 16.º, estabelecida pelo Estado-membro que é o Estado-membro de origem na acepção do ponto 6, alínea c), do artigo 1.º,*
 - de funcionamento regular,*
 - caracterizado pelo facto de existirem disposições estabelecidas ou aprovadas pelas autoridades competentes que definam as condições de funcionamento do mercado, as condições de acesso ao mercado, bem como, sempre que a Directiva 79/279/CEE for aplicável, as condições de admissão à cotação fixadas por essa directiva e, sempre que essa directiva não for aplicável,*

interesses de sócios e terceiros, tornando tais garantias equivalentes nos demais países membros da União Européia. Para tanto, o TCE prevê a adoção de Diretivas pelo Conselho e Parlamento Europeu após consulta ao Comitê Econômico e Social.

Neste contexto, a Diretiva das OPAs teve como principais objetivos a promoção de uma maior integração e harmonização dos mercados de capitais da União Europeia, visando criar um mercado comum para as aquisições de controle (*level playing field*), e a proteção dos acionistas minoritários, garantindo a igualdade de condições nas ofertas públicas de aquisição. Tais objetivos seriam, assim, os pilares essenciais para o bom funcionamento do mercado de controle na Europa.

Com relação à proteção dos acionistas minoritários, a Diretiva das OPAs institui a oferta pública de aquisição obrigatória, visando proteger os interesses de titulares de valores mobiliários das sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro no caso de mudança no poder de controle de tais sociedades.

Tal positivação do dever legal de lançamento de oferta pública de aquisição apresenta implicações no que concerne à estrutura da titularidade acionária e ao sistema legal do direito societário de cada Estado-Membro⁸¹, especialmente em relação ao conceito de poder de controle e domínio, que passa inevitavelmente por aspectos como a dispersão do capital das sociedades no mercado e o desenvolvimento do mercado de capitais de cada Estado. Por tal motivo, a harmonização dos Estados da União Européia nesta matéria, tendo como principais pontos controvertidos o percentual de direitos de voto que dispararia a oferta obrigatória e o valor da oferta, consumiu mais de quinze anos de discussão⁸².

Por tal razão, como nota Hugo Moredo Santos, o regime da oferta pública obrigatória constante na Diretiva das OPAs *“encontrou consenso na ampla discricionariedade concedida aos Estados-Membros para procederem a efectivas derrogações”*, tendo tal solução, apesar de ter sido a chave para atingir um acordo, comprometido os propósitos subjacentes ao regime da oferta

as condições a satisfazer por estes instrumentos financeiros para poderem ser efectivamente negociados no mercado,

- que imponha o cumprimento de todas as obrigações de declaração e de transparência estipuladas em aplicação dos artigos 20.º e 21.º da presente directiva”.

⁸¹ CÂMARA, PAULO. *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português*. In: WARDE JR., WALFRIDO JORGE (Coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 393.

⁸² SEPE, SIMONE M. Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient. *Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 10-29*. August 13, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1086321>>. Acesso em: 3 abr. 2014.

pública obrigatória⁸³. Especificamente com relação à mudança do poder de controle, a Diretiva das OPAs dispõe que os “*Estados-Membros deverão tomar medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades*”. A al. “a” do n.º 1 do artigo 3.º da diretiva traz como princípio geral que, “*nos casos em que uma pessoa adquira o controle de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos*”.

Para tanto, deverá ser imposta ao adquirente que assumiu o controle de uma sociedade a obrigação de lançar uma oferta pública a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, “*tendo em vista a aquisição da totalidade das respectivas participações a um preço equitativo que deve ser objeto de uma definição comum*”.

A regulamentação do princípio exposto acima encontra-se no artigo 5º da diretiva. O artigo em questão encontra-se dividido em seis números, abordando a sociedade visada, o fato gerador da oferta pública obrigatória, quem possui o dever de lançar a oferta e os sujeitos a quem a oferta é dirigida, bem como a contrapartida a ser oferecida.

O n.º 1 do artigo 5.º da Diretiva das OPAs dispõe que sempre que uma pessoa singular ou coletiva (pessoa física ou jurídica), como consequência de uma aquisição efetuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade⁸⁴ que, adicionados a uma eventual participação detida previamente e à participação detida por pessoas coligadas, confiram-lhe direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controle da mesma, tal pessoa deve lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários da sociedade. Tal oferta deve ser dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo⁸⁵. Assim, no caso de

⁸³ SANTOS, HUGO MOREDO. Transparéncia, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto, 1^a ed., Coimbra Editora, 2011, p. 225.

⁸⁴ Para efeitos da aplicação da oferta pública obrigatória, a Diretiva das OPAs considera apenas as sociedades sujeitas à legislação dos Estados-Membros, cujos valores mobiliários (títulos negociáveis que conferem direito de voto, segundo a redação do artigo 2º, n.º 1, “e” da mesma diretiva) se encontrem, no todo ou em parte, admitidos à negociação num mercado regulamentado, na acepção da Diretiva n.º 93/22/CEE, de 10 de maio de 1993.

⁸⁵ Assim dispõe o n.º 4 do artigo 5.º: “*Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no n.º 1. Se, depois de a oferta ser tomada pública, mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele actue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários*

aquisição por pessoa singular ou coletiva de ações com direito de voto que lhe confiram o poder de determinar os rumos da sociedade, tal pessoa passa a ter a obrigação de lançar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações dos demais acionistas por preço equitativo, com o fim de proteger os acionistas minoritários da sociedade.

A Diretiva das OPAs, assim, estabelece como fato gerador da oferta pública obrigatória a aquisição do controle e não a alienação deste, como faz a lei brasileira. A diretiva, encarando a transferência do controle sob o prisma da aquisição, abarca a aquisição originária do controle (além da derivada) como fato gerador da oferta obrigatória. Tendo em vista que no mercado de capitais de grande parte dos países europeus, companhias com capital concentrado e disperso (ou difuso) coexistem, a solução legislativa harmoniza o regime regulatório, estendendo o princípio do tratamento igualitário para as companhias de ambas as estruturas de propriedade de capital. Vale ressaltar que, conforme disposto no n.º 3 do Artigo 5.º, a percentagem de direitos de voto para fins de caracterização do poder de controle, será determinada pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sede social da sociedade.

Apesar de ter representado um passo importante na regulação do mercado de capitais europeu, a Diretiva das OPAs não ficou isenta de críticas. Alguns autores, identificando uma alteração na estrutura e na realidade do mercado de capitais após a recente crise financeira, defendem alterações em determinados dispositivos da diretiva⁸⁶.

Nesse contexto, o artigo 20 da diretiva previa a possibilidade de revisão de seu texto cinco anos após o prazo final da transposição de seu conteúdo para o ordenamento dos Estados-Membros. O relatório da Comissão, elaborado com o escopo de analisar a aplicação da diretiva, trouxe determinados pontos do texto comunitário que poderiam ser alvo de revisão

assim adquiridos". O § 2.º do citado item, no entanto, confere alguma liberdade aos Estados-Membros para alterar tal preço equitativo em determinadas circunstâncias: "Sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no n. 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, podem estabelecer uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido de sua subida como descida [...]".

⁸⁶ WYMEERSCH, EDDY. A new look at the debate about the takeover directive. Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05. March 23, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1988927>>. Acesso em: 3 mar. 2014. MCCAHERY, JOSEPH A.; VERMEULEN, ERIK P. M. Does the takeover bids directive need revision? TILEC Discussion Paper No. 2010-006; Tilburg Law School Research Paper No. 005/2010. February 4, 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1547861>>. Acesso em: 3 mar. 2014.

com o objetivo de fortalecer os direitos dos investidores. A Comissão, no entanto, defendeu que foi difícil calcular o impacto da Diretiva das OPAs na economia, uma vez que houve poucas ofertas públicas após a transposição de seu texto em razão da crise financeira.

Conforme exposto acima, a Diretiva das OPAs foi incorporada no direito português pela edição do DL nº 219/2006. O artigo 187 passou a ser a sede normativa do dever de lançamento da oferta pública no direito português. Citado artigo, em conjunto com as disposições dos artigos 188, 189, 190 e 191, positivam a noção de que *"os benefícios da aquisição do domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos accionistas minoritários"*⁸⁷.

Da análise dos dispositivos citados, é possível determinar: (i) o sujeito passivo do dever (artigo 187, n.º 1, e artigo 191, n.º 2); (ii) o fato gerador do dever de lançamento da oferta pública (artigo 187, n.º 1); (iii) o objeto do dever (oferta pública obrigatória – artigo 187, n.º 1); (iv) o valor da oferta (preço equitativo – artigo 188, n.º 1 e 2); (v) o prazo para cumprimento do dever (imediatamente após a verificação do fato constitutivo do dever de lançamento da oferta – artigo 191, n.º 1); e (vi) os destinatários da oferta pública (artigo 173, n.º 1, e artigo 187, n.º 1)⁸⁸.

No que concerne à percentagem de direitos de voto para fins de caracterização do poder de controle e incidência da oferta pública obrigatória, o legislador português optou por manter os limiares já existentes no CVM, quais sejam, um terço e metade⁸⁹ dos direitos de voto⁹⁰⁻⁹¹. Tais limia-

⁸⁷ Preâmbulo do ponto 12 do Decreto-Lei n. 486/99.

⁸⁸ SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparéncia, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 245.

⁸⁹ Importante apontar que o n.º 4 do artigo 187 estabelece que as sociedades abertas que não tenham ações ou valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição negociados em mercado regulamentado podem suprimir o limite de um terço através de modificação estatutária. *In verbis*: "O limite de um terço referido no nº 1 pode ser suprimido pelos estatutos das sociedades abertas que não tenham ações ou valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado".

⁹⁰ O legislador português, no entanto, introduziu uma alteração no cálculo de imputação dos direitos de voto com relevância para a determinação de limiares de controle, como uma antecipação parcial do regime previsto na Diretiva n. 2004/25/CE. Assim, como dispõe o DL n. 219/2006, "o artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários é alterado de modo a acomodar a noção de exercício concertado dos direitos de voto e prevê que não sejam imputáveis às sociedades que dominem sociedades que prestem serviços de gestão de carteira por conta de outrem, os direitos de voto inerentes às carteiras geridas desde que a sociedade gestora actue de forma independente da sociedade dominante". Ademais, introduz-se o artigo 20º-A, que permite às sociedades dominantes derrogarem a imputação dos direitos de voto em determinadas circunstâncias que demonstrem autonomia de decisão pelas sociedades dominadas.

⁹¹ PAULO CÂMARA defende que a relação entre os dois limites que tornam obrigatório o lan-

res são comuns em ordenamentos jurídicos de outros Estados-Membros da União Europeia. O limite de 30%, por exemplo, é adotado no Reino Unido⁹² e na Itália⁹³. A adoção do segundo limite, em complementação ao primeiro, também é comum, sendo adotado, por exemplo em França⁹⁴ e na Espanha⁹⁵. Importante notar que, pela técnica do Código, o que se mostra relevante para o instituto da oferta obrigatória é a detenção de direitos de voto, e não a aquisição de valores mobiliários⁹⁶.

Paulo Câmara aponta que existe um ajustamento à realidade do mercado no limite mais baixo, *“uma vez que nas sociedades abertas, mercê da fragmentação da estrutura accionista que tipicamente as caracteriza, o domínio obtém-se correntemente muito aquém dos 50%”*⁹⁷. Nesse sentido, o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal de 2008, da CMVM, apontou que o maior acionista possui em média 46,4% do capital das companhias listadas⁹⁸.

Ponto-chave na conformação do sistema da oferta pública obrigatória português é a possibilidade de prova negativa do domínio, disposta no n.º 2 do artigo 187. Assim dispõe o citado artigo: *“Não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem*

çamento da oferta pública é de cumulatividade e não exclusão. Ou seja, o adquirente que fica obrigado a lançar oferta pública após a aquisição de um terço dos direitos de voto, caso ultrapasse posteriormente o limite de metade dos direitos de voto deve lançar nova oferta pública. CÂMARA, PAULO. *Manual de Direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Almedina, 2009, p. 672. HUGO MOREDO SANTOS, no entanto, em posição contrária, defende que os limiares funcionam alternativamente e não cumulativamente, ou seja, caso o adquirente do controle da companhia que, pela ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto foi obrigado a realizar a oferta pública, venha a ultrapassar o limite de metade dos direitos de voto, não estará obrigado a lançar nova oferta pública, já que o fato gerador da oferta pública obrigatória é a aquisição ou mudança do controle, e não do reforço de controle já existente. SANTOS, HUGO MOREDO. *Transparéncia, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 1^a ed., Coimbra Editora, 2011, p. 277.

⁹² Rule 9 do City Code.

⁹³ Artigo 106 do *Testo Unico in Materia di Intermediazione Finanziaria*.

⁹⁴ Artigo 5-5-3 do *Réglement Général du Conseil des Marchés Financiers*.

⁹⁵ Artigo 1º, n. 2, do Real Decreto 1197/91.

⁹⁶ CÂMARA, PAULO. O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português. In: WARDE JR., WALFRIDO JORGE (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 415.

⁹⁷ CÂMARA, PAULO. O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português. In: WARDE JR., WALFRIDO JORGE (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 415.

⁹⁸ Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal de 2008, Disponível em: <www.cmvm.pt>.

*estar com esta em relação de grupo*⁹⁹. Tal prova negativa somente é válida, por óbvio, para o limite de um terço e não para o limite de metade dos direitos de voto¹⁰⁰.

Tal possibilidade de exclusão do dever de lançamento da oferta pública possui importância vital no sistema, uma vez que a severidade excessiva em tal regime pode conduzir a um efeito de inibição do mercado de controle acionário, este de grande importância para o mercado de capitais.

A legislação portuguesa traz ainda, como institutos voltados para a exclusão do dever de lançamento da oferta obrigatória, a *derrogação* e a *suspensão* nos artigos 189 e 190 do Código de Valores Mobiliários, respectivamente. Com relação às derrogações, estabelece o artigo 189¹⁰¹ que o dever de lançamento da oferta obrigatória prevista no artigo 187 não se aplica aos casos em que a ultrapassagem dos limites de direitos de votos resultar: (i) da aquisição de valores mobiliários por efeito de oferta pública de aquisição lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários da

⁹⁹ A legislação Italiana traz solução parecida no Regulamento do Decreto legislativo n. 58, de 24 de fevereiro de 1998 (Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti): “1. *L'acquisto non comporta l' obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se: a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria; [...]*”. Tradução livre: “1. A aquisição não envolve a obrigação de formular a oferta prevista no artigo 106 do Texto Único se: a) um outro acionista, ou outros acionistas conjuntamente, possuem a maioria dos direitos de voto na assembleia geral ordinária; [...]”.

¹⁰⁰ PAULO CÂMARA ensina que a prova negativa pode ser realizada de duas formas: por meio da prova de influência dominante de terceiro ou mediante a demonstração da inexistência de uma influência dominante por parte de quem ultrapassou os limites estabelecidos no n. 1 do artigo 187. CÂMARA, PAULO. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Almedina, 2009, p. 696.

¹⁰¹ “1 – O disposto no artigo 187 não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes nos termos dessa disposição resultar: a) Da aquisição de valores mobiliários por efeito de oferta pública de aquisição lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários referidos no artigo 187.º emitidos pela sociedade visada, sem nenhuma restrição quanto à quantidade ou percentagem máximas de valores mobiliários a adquirir e com respeito dos requisitos estipulados no artigo anterior; b) Da execução de plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei; c) 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 oferta pública de aquisição”.

companhia¹⁰²⁻¹⁰³; (ii) da execução de plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei; e (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 oferta pública de aquisição.

Pela suspensão prevista no artigo 190¹⁰⁴, o dever de lançamento da oferta fica suspenso se o adquirente, imediatamente após a ultrapassagem dos limites, se obrigar a alienar parte dos valores mobiliários – para que seus direitos de voto retornem a patamar inferior aos limites dispostos no artigo 187 – no prazo de 120 dias. Importante apontar que a legislação portuguesa prevê a suspensão dos direitos de voto do lote que superar os limites dispostos no artigo 187.

Já com relação à contrapartida oferecida no âmbito da oferta pública de aquisição obrigatória, a Diretiva das OPAs estabelece que esta deve ser equitativa, tanto no seu valor como na sua forma. Nesse sentido, quanto ao valor, o Preâmbulo do DL n.º 219/2006 dispõe que o artigo 188 do Código dos Valores Mobiliários foi alterado, *“densificando a norma já existente que estabelece a obrigatoriedade de a contrapartida ser determinada por auditor independente em determinadas circunstâncias”*. Quanto à forma, o

¹⁰² Para ser causa de derrogação da oferta obrigatória, a oferta deve cumprir, assim, dois requisitos: (i) ter sido lançada sobre a totalidade das ações e valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição; e (ii) ter respeitado o preço mínimo e a alternativa em dinheiro, nos termos do artigo 188º. CÂMARA, PAULO. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Almedina, 2009, p. 700.

¹⁰³ A legislação italiana traz previsão semelhante. O Decreto legislativo n. 58, de 24 de fevereiro de 1998, assim dispõe em seu artigo 106, nº 4: *“4. L'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nel comma 1 è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso, purché, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti”* (grifos nossos). Tradução livre: *“4. A obrigação de formular oferta não se aplica se a participação indicada no inciso 1 for adquirida por meio de uma oferta pública de aquisição ou de permuta dirigida a todos os detentores de valores mobiliários pela totalidade de suas participações, desde que, no caso de oferta pública de permuta, forem oferecidos valores mobiliários admitidos à negociação em um mercado regulamentado de um Estado-Membro ou seja oferecida uma alternativa em dinheiro”*.

¹⁰⁴ *“1 – O dever de lançamento de oferta pública de aquisição fica suspenso se a pessoa a ele obrigada, 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. 2 – Neste prazo deve o interessado alienar a pessoas que, em relação a ele, não estejam em alguma das situações previstas no nº 1 do artigo 20º os valores mobiliários bastantes para que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites a que se refere o artigo 187º. 3 – Durante o período de suspensão os direitos de voto ficam inibidos nos termos dos nº 1, 3 e 4 do artigo 192º”*.

mesmo artigo 188 estabelece que a contrapartida pode consistir apenas em valores mobiliários de comprovada liquidez, exceto se o oferente tiver, no período anterior ao lançamento da oferta, adquirido ações da sociedade visada, caso em que é obrigatória uma alternativa em numerário¹⁰⁵.

Assim, tendo em vista que o instituto em questão tem como escopo a proteção dos acionistas minoritários da companhia visada, como ponto central no regime da oferta pública obrigatória, o CVM impõe em seu artigo 188 parâmetros para configuração do valor mínimo da oferta, sendo facultado ao oferente estabelecer um preço superior ao que decorre da lei.

Com efeito, dispõe o citado artigo 188 que a contrapartida de oferta pública obrigatória não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes: (i) o maior preço pago pelo oferente ou por qualquer pessoa que, em relação a ele, esteja em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20, pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta; ou (ii) o preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.

O ordenamento jurídico português, assim, não admite o deságio do valor da oferta com relação ao valor pago pelas ações do bloco de controle, como faz o artigo 254-A ao possibilitar a formulação de oferta com preço no mínimo igual a 80% do valor pago pelas ações do controle. Sobre tal aspecto, Paulo Câmara entende que tais formulações consubstanciam um enfraquecimento do princípio da igualdade de tratamento, uma vez que “consentem uma margem de desfavor dos destinatários da oferta em relação aos sócios que alienaram o bloco de controle”¹⁰⁶.

Ainda nesse contexto, dispõe o n.º 2 do artigo 188 que, se a contrapartida não puder ser determinada com os critérios estabelecidos no n. 1 do mesmo artigo, ou se a CMVM entender que a contrapartida proposta não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, a contrapartida mínima será fixada a expensas do oferente por auditor independente designado pela CMVM. Pela redação do n.º 3 do mesmo artigo 188, a contrapartida proposta pelo oferente presume-se não equitativa nas seguintes

¹⁰⁵ Com relação à possibilidade de a contrapartida consistir em valores mobiliários, assim dispõe o n. 5 do artigo 188.º: “A contrapartida pode consistir em valores mobiliários, se estes forem do mesmo tipo do que os visados na oferta e estiverem admitidos ou forem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado, desde que o oferente e pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n. 1 do artigo 20, não tenham, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro”.

¹⁰⁶ CÂMARA, PAULO. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Almedina, 2009, p. 686.

situações: (i) se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante por meio de negociação particular; (ii) se os valores mobiliários em causa apresentarem liquidez reduzida por referência ao mercado regulamentado em que estejam admitidos à negociação; ou (iii) se 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 excepcionais.

Quanto ao objeto da oferta pública de aquisição, serão abrangidos por esta não só as ações, com e sem direito de voto, mas também os valores mobiliários que confirmam direito a aquisição ou subscrição de ações¹⁰⁷. Por óbvio, para cada categoria de valores mobiliários, poderá existir diferentes contrapartidas oferecidas a seus titulares na ocasião da oferta pública.

6. Conclusão

O presente trabalho buscou apresentar e analisar as principais discussões – sem pretender por óbvio esgotar o tema – que giram em torno da oferta pública obrigatória em decorrência da alienação ou mudança do controle acionário nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português, apresentando os principais aspectos do instituto.

Procuramos, assim, apresentar as diversas opiniões constantes na doutrina sobre a importância deste instrumento de proteção dos acionistas minoritários que ganha cada vez mais espaço no cenário do direito societário. Como restou demonstrado, as opiniões são as mais diversas e apaixonadas possíveis, estando o assunto longe de um consenso e de uma solução pacífica na doutrina.

A doutrina se divide, assim, entre, de um lado a necessidade de regulação, tendo em vista que a oferta pública obrigatória, além de importante instituto para a proteção aos acionistas minoritários, é importante ferramenta para o desenvolvimento do mercado de capitais, conferindo ao mercado a estabilidade e confiança necessárias para seu pleno desenvolvimento, para a capitalização das empresas nacionais e o consequente desenvolvimento da economia; e, de outro, a ideia de que o prêmio de controle não deve ser socializado, devendo a oferta pública por ocasião da transferência ou mudança no poder de controle ser tratada ao plano das normas estatutárias de cada companhia e não no plano legal.

¹⁰⁷ Importante notar que, como no direito brasileiro, os valores mobiliários mencionados não entram no cômputo para “disparar” o dever de lançamento da oferta do artigo 188º.

Expusemos, ainda, as diversas formas de manifestação do poder de controle nas companhias, ponto de estudo imprescindível para a análise do comando legal constante no artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações e nos artigos 187.º e seguintes do CVM.

Finalmente, passamos a análise da oferta pública obrigatória em decorrência da alienação ou mudança do poder de controle das companhias abertas em ambos os países, buscando expor e discutir os pressupostos para a incidência da oferta pública obrigatória, tratando de questões tormentosas existentes na doutrina de cada país.

Restou claro do estudo realizado que ambos os ordenamentos – tanto brasileiro quanto o português – adotam o sistema do tratamento igualitário, apesar de o ordenamento jurídico brasileiro pender para um sistema híbrido. Nota-se, assim, que a legislação brasileira sobre o assunto possui inúmeras lacunas que precisam ser revisitadas para conferir maior completude à regulamentação e o consequente fortalecimento do mercado de capitais nacional, sendo a regulamentação europeia sobre o assunto um exemplo a ser seguido para a transposição das dificuldades presentes na legislação brasileira.

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 primacialmente 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 *dsr@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



DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA

DIRETOR: PEDRO PAIS DE VASCONCELOS
JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU
RUI PINTO DUARTE

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

20

ACCINATURA

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 e-mail para assinaturas@almedina.net.

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS
Telefone: 239 851 902 Fax: 239 851 901 Email: editora@almedina.net



AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO DIRETO (ADC)

Na rede Multibanco poderá definir: A Data de expiração da autorização | O montante máximo de débito autorizado

AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO EM CONTA PARA DÉBITOS DIRETOS

NOME _____

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 27 28 29 30 31 32 33 34 35 36 37 38 39 40 41 42 43 44 45 46 47 48 49 50 51 52 53 54 55 56 57 58 59 60 61 62 63 64 65 66 67 68 69 70 71 72 73 74 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 100

EMAIL

Por débito na nossa/minha conta abaixo indicada queiram proceder ao pagamento das importâncias que lhes forem apresentadas pela empresa EDIÇÕES ALMEDINA SA

CONTRIBUINTE FISCAL

DATA - -

ASSINATURA(S) CONFORME BANCO

BENS/SERVÍCIOS	VALOR	REGULARIDADE	MES	ANO	MES	ANO

(i) REGULARIDADE: MENSAL, TRIMESTRAL, SEMESTRAL, ANUAL

PROCEDIMENTOS

- Preencher completamente e assinar Autorização de Débito, de acordo com a ficha de assinatura de Banco. No caso de ser empresa carimbar ADC com carimbo da empresa.
 - Remeter a ADC para:
EDIÇÕES ALMEDINA SA, Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para sdd@almedina.net.
 - Qualquer alteração que pretenda efetuar a esta autorização basta contactar as EDIÇÕES ALMEDINA SA por qualquer forma escrita
 - Também poderá fazer alterações através do Sistema Multibanco, conforme se apresenta seguidamente, ou no sistema de home banking, caso tenha essa opção. Também neste caso agradecemos informação escrita sobre as alterações efectuadas.
 - Esta autorização destina-se a permitir o pagamento de bens/serviços adquiridos à nossa empresa e só poderá ser utilizada para outros efeitos mediante autorização expressa do(s) próprio(s)
 - Dos pagamentos que vierem a ser efectuados por esta forma serão emitidos os recibos correspondentes.

INFORMAÇÕES

Através do Sistema Multibanco, relativamente a esta autorização de Débito em Conta, poderá, entre outras, efetuar as seguintes operações:

- Visualizar a Autorização Débito em Conta concedida;
 - Actualizar os Dados Desta Autorização de Débito em Conta;
 - Cancelar esta Autorização Débito em Conta;

Em cumprimento do aviso 10/2005 do Banco de Portugal, informa-se que é dever do devedor, conferir, através de procedimentos electrónicos, nomeadamente no multibanco, os elementos que compõem as autorizações de débito em conta concedidas.

PARA ESCOLARECIMENTOS ADICIONAIS

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: sdd@almedina.net

