

OUTUBRO 2017, ANO 9, VOL. 18, SEMESTRAL

---

# DIREITO DAS SOCIEDADES

## *em Revista*

---

### **DOUTRINA**

Transferência transfronteiriça da sede de uma sociedade

*Hans-Georg Koppensteiner*

A relação de domínio total: diagnóstico e remédios

*Carlos Osório de Castro*

A comissão executiva. Breves reflexões sobre a sua natureza e o seu regime jurídico

*José Engrácia Antunes*

Os lucros e a sua aplicação: reservas, resultados transitados e distribuição pelos sócios – uma introdução

*Filipe Cassiano Santos*

DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas

*Alexandre de Soveral Martins*

A conversão de suprimentos em capital social (DL n.º 79/2017, de 30 de junho)

*Paulo de Tarso Domingues*

Direitos especiais *jurisdicionais* e cláusulas *assimétricas* de eleição do foro

*Rui Pereira Dias*

O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento

*Maria de Deus Botelho*

### **NOTÍCIAS**

Nótila sobre a Diretiva Codificadora do Direito Societário (Diretiva 2017/1132/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017)

*Paulo de Tarso Domingues*

Modesto Carvalhosa (coordenação), Tratado de Direito Empresarial, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2016

*J.M. Coutinho de Abreu*



ALMEDINA



## ÍNDICE

- 5 Abreviaturas

### DOUTRINA

- 13 Transferência transfronteiriça da sede de uma sociedade  
*Hans-Georg Koppenstein*
- 26 A relação de domínio total: diagnóstico e remédios  
*Carlos Osório de Castro*
- 81 A comissão executiva. Breves reflexões sobre a sua natureza e o seu regime jurídico  
*José Engrácia Antunes*
- 98 Os lucros e a sua aplicação: reservas, resultados transitados e distribuição  
pelos sócios – uma introdução  
*Filipe Cassiano Santos*
- 121 DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas  
*Alexandre de Soveral Martins*
- 155 A conversão de suprimentos em capital social (DL n.º 79/2017, de 30 de junho)  
*Paulo de Tarso Domingues*
- 165 Direitos especiais *jurisdicionais* e cláusulas *assimétricas* de eleição do foro  
*Rui Pereira Dias*
- 181 O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento  
*Maria de Deus Botelho*

### NOTÍCIAS

- 203 Nótula sobre a Diretiva Codificadora do Direito Societário (Diretiva 2017/1132/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017)  
*Paulo de Tarso Domingues*
- 207 Modesto Carvalhosa (coordenação), Tratado de Direito Empresarial, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2016  
*J.M. Coutinho de Abreu*



## ABREVIATURAS

|           |  |
|-----------|--|
| AAV/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                                   |
| cít.        | 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<br>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<br>Obbligazioni                    |
| RJOIC           | Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo  |
| RJUPort         | Revista Jurídica da Universidade Portucalense Infante<br>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<br>Financeiras                            |
| RIDBDUL         | Revista do Instituto de Direito Brasileiro da Faculdade de<br>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   |





# DOUTRINA



**RESUMO:** O artigo descreve a jurisprudência do TJUE relativa ao movimento transfronteiriço das sociedades. Seguem-se uma avaliação crítica dessa jurisprudência e breves observações sobre uma diretiva pertinente. **Palavras-chave:** Direito internacional privado; liberdade de estabelecimento; emigração/imigração de sociedades; sede estatutária/da administração efetiva.

**ABSTRACT:** The article describes the jurisdiction of the Court of Justice with respect to the transnational movement of companies. Then, that jurisdiction is critically examined followed by short remarks on a directive on the transfer of seat.

**Keywords:** Private international law; freedom of establishment; emigration / immigration of companies; statutory / factual seat.

HANS-GEORG KOPPENSTEINER\*

## Transferência transfronteiriça da sede de uma sociedade<sup>1</sup>

### I. Introdução

1. Os tópicos que me proponho tratar não são novos. Bem pelo contrário: há uma quantidade enorme de trabalhos, mesmo livros inteiros sobre o tema<sup>2</sup>. Mesmo assim faz sentido que nos ocupemos novamente com ele. Apesar da abundância do material permanecem dúvidas relativamente a certas questões. Parece útil, portanto, deitar um novo olhar sobre elas.

2. Como não posso assumir que todos os presentes estão familiarizados com o direito internacional privado das sociedades, acho conveniente falar brevemente sobre alguns dados elementares da matéria. A questão de partida é sempre a de saber qual é o direito nacional aplicável a uma sociedade, ou seja, qual é a sua lei pessoal. Esta pergunta, claro, só se põe se os factos contêm um elemento de conexão internacional. Sirva como exemplo uma sociedade comercial constituída segundo o direito francês, mas com sede administrativa em Portugal. Não há uma resposta uniforme à questão levantada mas primordialmente duas.

\* Professor Emérito da Faculdade de Direito da Universidade de Salzburgo

<sup>1</sup> Conferência proferida nas Faculdades de Direito da Universidade Católica de Lisboa e da Universidade de Coimbra no mês de Maio de 2017. A forma de conferência foi preservada. Só acrescentei algumas referências básicas.

<sup>2</sup> Entre as mais recentes e interessantes, BEHME, Rechtsformwahrende Sitzverlegung und Formwechsel von Gesellschaften über die Grenze (2015); instrutivo também p. ex. ECKERT, Internationales Gesellschaftsrecht (2010).

Para uma delas, o que é decisivo é a sede efetiva da administração, enquanto para a outra o que importa é a sede estatutária. A primeira solução, chamada "*Sitztheorie*" em alemão, em português teoria da sede principal e efetiva ou "teoria da sede real", predomina p. ex. na Alemanha e também em Portugal, embora o artigo 3, n.º 1, do CSC, reconheça alguma relevância à sede estatutária quando esta se situe em Portugal. Tomando por base tal teoria, no exemplo assinalado, o direito português negaria a personalidade jurídica da sociedade, porque a sociedade não foi constituída em conformidade com o direito português. A segunda solução, chamada "*Gründungstheorie*" em alemão, traduzido em português provavelmente "teoria da constituição ou incorporação", vale p. ex. na Dinamarca, na Holanda e, mais importante – até ao Brexit –, na Inglaterra. Para se saber qual destas regras se aplica ao caso, a resposta depende da *lex fori*, quer dizer, do direito internacional privado a aplicar pelo tribunal a que o caso seja submetido e competente para o decidir.

Uma vez clarificado o direito aplicável à sociedade, por outras palavras, o seu estatuto ou lei pessoal, resta delimitar o seu alcance. Ele abrange – vejam-se o artigo 33, n.º 2, do Código Civil e o artigo 3.º do CSC – quase todas as matérias relevantes do direito das sociedades, p. ex. as relativas à constituição, à composição e à competência dos órgãos, aos direitos e obrigações dos sócios. Mas sobram questões que se situam na periferia desse campo de aplicação. Integram-se aqui contratos celebrados entre a sociedade e os sócios ou a aquisição de suas próprias ações pela sociedade. Nestes casos, é duvidoso se caem na alcada do estatuto pessoal ou no da lei aplicável aos contratos ou obrigações contratuais, se for esta a qualificação pertinente. Um outro exemplo, muito atual presentemente, como vamos ver, é o de saber se os deveres dos gerentes na insolvência da sociedade pertencem ao direito internacional privado das sociedades ou ao DIP da insolvência.

3. As regras tradicionais do direito internacional privado das sociedades sofreram com a afirmação da liberdade de estabelecimento do direito europeu, atualmente constante do "Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia", abreviado TFUE. Este Tratado alterou o seu predecessor, o "Tratado sobre a Comunidade Europeia". Contudo, os artigos aqui relevantes ficaram como os seus antecessores. O art.º 49 diz essencialmente que nacionais de um Estado-Membro com um domicílio dentro do território da União têm o direito de se estabelecer no território de um outro Estado-Membro, incluindo a instalação, aí, de agências, sucursais e filiais. Esta liberdade abrange a constituição de empresas e, designadamente, sociedades. O artigo 49.º refere-se a pessoas singulares. A regra correspon-

dente para sociedades encontra-se no artigo 54.º. Segundo este preceito, são equiparadas às pessoas singulares as sociedades constituídas conforme a legislação de um Estado Membro e que têm a sua sede social, administração ou estabelecimento principal dentro da União.

4. Tendo isto presente, podemos estruturar a nossa exposição como se segue. Começaremos com um resumo da jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) relativa à transferência transfronteiriça da sede de uma sociedade. Depois, vamos examinar se, e em que medida, esta jurisprudência se insere satisfatoriamente nas disposições mencionadas do Tratado. Perante este pano de fundo, será necessário discutir brevemente a necessidade e o conteúdo essencial de uma futura diretiva sobre a transferência da sede.

## II. Jurisprudência

1. A jurisprudência do TJUE fica mais entendível e poderá ser objeto de melhor apreciação se a repartirmos em grupos de casos distintos. Assim, por um lado, cabe distinguir a transferência da sede administrativa e transferência da sede estatária. Por outro lado, em ambas as hipóteses, é possível que a operação falhe em virtude da existente regulamentação, seja do Estado «exportador», por assim dizer, seja do Estado «importador». Em suma, temos quatro grupos de casos. O TJUE já teve oportunidade de se pronunciar sobre cada um deles.

2. Começamos com a primeira variante, a transferência da sede administrativa. No caso «*Daily Mail*»<sup>3</sup>, assim o nome do acórdão, a questão discutida foi a de saber se a transferência da sede administrativa de Londres para a Holanda, por razões fiscais, tinha de ser aceite pela administração fiscal da Inglaterra. Ao nível do direito internacional privado, a resposta tinha de ser positiva. Na verdade, quer a Inglaterra, quer a Holanda, seguem a teoria da constituição ou incorporação. Consequentemente, a sociedade não perdeu com essa transferência o seu estatuto pessoal, neste caso inglês.

Ainda assim, o TJUE decidiu em favor da administração fiscal inglesa. A justificação é ambivalente. Por um lado, diz-se que a liberdade de estabelecimento, que segundo o Tribunal visa primordialmente potenciais restrições do Estado de imigração, perderia o seu sentido se o Estado de

<sup>3</sup> 27.9.1988 (C-81/87).

exportação pudesse interditar a emigração das «suas»<sup>4</sup> sociedades. Este raciocínio levaria ao reconhecimento da personalidade jurídica delas. Mas, salienta o Tribunal, por outro lado, as sociedades, ao contrário de pessoas singulares, teriam de ser constituídas conforme uma ordem jurídica determinada, da qual, portanto, também dependeria a existência ulterior da sociedade. Fora dessa ordem jurídica, as sociedades não teriam existência. Esta hipótese chama-se *“Geschöpftheorie”* em alemão. Em português poderíamos falar de «teoria da criação». O que os Estados-Membros – assim o Tribunal prossegue – exigem para considerarem uma sociedade submetida ao próprio direito seria muito distinto, particularmente no que respeita à sede administrativa. O previsto no antigo artigo 293 CE, entretanto revogado, nunca se teria realizado. A liberdade de estabelecimento não serviria para resolver os problemas daí decorrentes. Em complemento, note-se que, mais tarde, o Tribunal, num caso chamado *«Lasteyrie du Saillant»*<sup>5</sup> e relativamente a uma pessoa singular, decidiu que restrições de emigração por razões fiscais são incompatíveis com a liberdade de estabelecimento. À primeira vista, parece que o resultado obtido em *Lasteyrie de Saillant* contradiz aquele em *Daily Mail*, porque restrições fiscais foram consideradas de modo oposto nos dois casos. Porém, esta primeira impressão é errónea, porque a teoria da criação, na qual *Daily Mail* se fundamenta, só é aplicável a sociedades, não às pessoas singulares.

Um outro caso, «*Cartesio*»<sup>5</sup>, também tinha a ver com uma restrição à emigração de sociedades. Uma sociedade húngara queria transferir a sua sede administrativa para a Itália e reter o seu estatuto pessoal, que era o direito húngaro. Este direito obstava a tal operação. O TJUE julgou que não havia nada a reclamar do ponto de vista do direito europeu. A pedra angular da justificação é outra vez a teoria da criação. O artigo 48 CE, hoje o artigo 54 TFUE, toma em conta as diferenças dela resultantes, diz o Tribunal, que qualifica como equivalentes a conexão do estatuto pessoal ou a sede estatutária ou a administração central ou o estabelecimento principal. Cada um dos Estados-Membros tem assim o direito de decidir qual ou quais destes critérios devem reger a constituição da sociedade e a sua sobrevivência. Como na nacionalidade das pessoas singulares, prossegue o Tribunal, o resultado desta seleção é uma questão preliminar em relação ao artigo 54. Por outras palavras, este artigo só intervém se o Estado exportador reconhecer a existência ulterior das sociedades, ou seja, a perduração da sua personalidade jurídica, no caso de a sua sede ser transferida para o estrangeiro. Num *obiter dictum*, ou seja, um raciocínio não relevante para

<sup>4</sup> 11.3.2004 (C-9/02).

<sup>5</sup> 16.12.2008 (C-210/06).

o resultado, o Tribunal admite que o caso decidido se distingue de uma situação na qual uma sociedade queira submeter-se à legislação de um outro Estado Membro, mas com manutenção da sua identidade e personalidade jurídica. Num caso desses o Estado de emigração não poderia exigir que a sociedade se dissolvesse e se constituísse de novo no estrangeiro.

Um outro exemplo da transferência da sede administrativa, neste caso da Holanda para a Inglaterra, é dado pelo acórdão «*National Grid*»<sup>6</sup>. A questão a resolver foi a de saber se a Holanda podia ou não tributar as maisvalias latentes relativas aos ativos de uma sociedade holandesa, aquando da transferência da sede da sua direção efetiva para o Reino Unido, tributação que depois da emigração da sociedade não seria possível. Em dois passos, o Tribunal disse que sim.

Em primeiro lugar, conforme jurisprudência constante, reafirmou que as restrições da liberdade de estabelecimento abrangem medidas estatais que impedem, afetam ou tornam menos atraente o exercício desta liberdade. No caso, por transferir a sua sede para o estrangeiro, a sociedade sofreria uma desvantagem relativa à sua liquidez que não ocorreria no quadro de uma transferência da sede dentro do Estado. Significa isso que o Tribunal entende a liberdade de estabelecimento como uma liberdade que proíbe discriminações. O argumento já foi decisivo no contexto de outras liberdades, especialmente a do tráfego de mercadorias, mas também antes de *National Grid* no contexto de uma fusão transfronteiriça, à qual voltaremos mais tarde. Discriminação, com efeito, é um elemento muito importante para a compreensão da liberdade de estabelecimento, mas não o único, como vamos ver.

Em seguida, o Tribunal introduziu um segundo nível de análise. Disse que uma restrição da liberdade de estabelecimento podia justificar-se por razões imperiosas de interesse geral. Além disso, a medida em questão deve ser adequada para realizar o objetivo e ser indispensável para este fim. Segundo o Tribunal, o regime legal holandês corresponde à repartição do poder tributário contida numa convenção sobre dupla tributação em vigor entre os Estados-Membros. Por isso tal regulação holandesa foi declarada admissível.

Os acórdãos indicados referem-se ao âmbito da liberdade primária, quer dizer, à transferência da própria sede. O acórdão «*Cadbury/Schweppes*»<sup>7</sup> tinha a ver com uma outra variante da liberdade, chamada secundária. Neste caso uma sociedade inglesa constituiu uma filial na Irlanda, também ela unicamente motivada por razões fiscais. A lei britânica conti-

<sup>6</sup> 29.11.2011 (C-371/10).

<sup>7</sup> 12.9.2006 (C-196/04).

nha uma regra segundo a qual os lucros de uma sociedade filial deviam ser atribuídos à sociedade mãe se o objetivo da constituição da filial no estrangeiro fosse o de aí acumular lucros a fim de beneficiar de taxas de impostos mais baixas. O TJUE opinou que uma tal regulação era admissível. Disse que o objetivo da liberdade de estabelecimento é o de permitir aos nacionais dum Estado-Membro a constituição de um estabelecimento secundário noutro Estado para aí exercer as suas atividades comerciais, favorecendo assim a interpenetração económica e social no interior da Comunidade. Trata-se de garantir uma participação estável e contínua na vida económica de um Estado-Membro diferente do Estado de origem e de dela retirar benefício. Por conseguinte, a invocação da liberdade de estabelecimento pressupõe, assim prossegue o Tribunal, uma implantação real da sociedade em causa no Estado-Membro de acolhimento e o exercício de uma atividade económica neste. Não bastam expedientes meramente artificiais, desprovidos da realidade económica, com o objetivo de evitar o imposto normalmente devido sobre os lucros gerados por atividades realizadas no território nacional. Queria salientar este raciocínio porque parece incompatível com outros acórdãos a apresentar mais tarde.

3. O *leading case* relativo a restrições da liberdade de estabelecimento pelo Estado de acolhimento ou de imigração é o caso «Überseering»<sup>8</sup>. Uma sociedade holandesa intentou uma ação perante um tribunal alemão. Este, considerando que a requerente tinha transferido a sua sede administrativa para a Alemanha, não lhe reconheceu capacidade jurídica e judiciária. Segundo o Tribunal de Justiça, esta decisão é incompatível com a liberdade de estabelecimento porque a sociedade em questão, para intentar uma ação, não teria outra alternativa do que constituir-se de novo na Alemanha. A teoria da constituição ou incorporação só valeria para o Estado de origem, mas não para o Estado de imigração, com a consequência de que este Estado não teria competência para determinar a sobrevivência da sociedade. Razões imperiosas de interesse geral como a tutela dos credores, dos trabalhadores ou interesses fiscais não poderiam justificar a privação da capacidade jurídica.

Outros acórdãos, embora não tendo nada a ver diretamente com a transferência da sede da administração, precisam de ser apreciados conforme os mesmos princípios. No caso «Centros»<sup>9</sup>, um casal dinamarquês tinha constituído uma sociedade na Inglaterra unicamente a fim de evitar o direito dinamarquês. Depois foi criada uma «sucursal» na Dinamarca,

<sup>8</sup> 5.11.2002 (C-208/00).

<sup>9</sup> 9.3.1999 (C-212/97).

que, na realidade, não era uma sucursal. Com efeito, todas as atividades comerciais foram concentradas na Dinamarca, como planeado do início. Na Inglaterra, só havia a sociedade sem atividades nenhuma, uma assim chamada sociedade caixa postal. Ao contrário do que se podia esperar e que também foi defendido pelo governo dinamarquês, o TJUE julgou que o arranjo descrito cai no âmbito da liberdade de estabelecimento, também ao nível de razões imperiosas.

Ao comparar os factos do caso com a transferência da sede administrativa, chegamos à conclusão de que ambas as operações devem ser tratados utilizando critérios idênticos. Os interesses regulatórios do Estado recipiente não diferem. Do seu ponto de vista, não importa se uma sociedade estrangeira transfere a sua sede administrativa ou se já inicialmente desenvolve as suas atividades no seu território. Exceptuando interesses fiscais, que hão de ser negligenciados no presente contexto, o mesmo vale para o Estado de origem. O artigo 54 TFUE trata da mesma maneira a transferência da sede e a criação de sucursais. Se a liberdade de estabelecimento segundo o caso *Centros* inclui o direito de constituir num Estado uma empresa pertencente a uma sociedade estrangeira, também deve abranger o direito de posteriormente transferir o centro de atividades de uma sociedade de um Estado-Membro para um outro. O objectivo dos artigos 49 e 54 TFUE, já referido em cima, não permite soluções diferentes. Digo isto para preparar uma avaliação crítica da jurisprudência que vem mais tarde.

Na mesma gaveta do caso *Centros*, situa-se o acórdão «*Inspire Art*»<sup>10</sup>. Estavam em causa disposições jurídicas holandesas destinadas a sociedades estrangeiras sem ligação factual com o Estado de origem, quer dizer, a sociedades caixa postal. O TJUE argumentou na mesma linha seguida em *Centros*. Consequentemente, tais normativos (exigindo um capital mínimo) foram considerados incompatíveis com o direito europeu.

Mencionemos ainda o acórdão «*Sevic*»<sup>11</sup>. Neste caso, que foi decidido antes da entrada em vigor do Regulamento CE sobre fusões transfronteiriças, o TJUE julgou que a Alemanha deveria admitir a fusão por incorporação dumha sociedade luxemburguesa numa sociedade alemã, que segundo o direito alemão não teria sido possível. A fusão – assim o Tribunal – levaria à transferência da sede da administração para a Alemanha. No Luxemburgo, restaria uma sucursal. Decisivo, porém, foi um argumento novo na altura. O direito alemão permitia a fusão de duas sociedades alemãs. Por isso, a fusão transfronteiriça, não prevista, ao não ser admitida, seria tratada diferentemente, mais: discriminatoriamente, de maneira ilícita. Na

<sup>10</sup> 30.9.2003 (C-177/01).

<sup>11</sup> 13.12.2005 (C-411/03).

doutrina, esta argumentação, relacionada com a fusão para o Estado de imigração, foi transposta para o Estado de emigração, concluindo que a doutrina do caso *Daily Mail* estaria parcialmente afastada<sup>12</sup>. Contudo, a evolução posterior da jurisprudência não confirmou esta orientação.

4. Depois do resumo da jurisprudência relativa à transferência da sede da administração efetiva, continuamos agora com o tema da transferência da sede estatutária. Em «*Segers*»<sup>13</sup>, um holandês tinha transferido a sua empresa para uma sociedade caixa postal inglesa. Num processo sobre prestações de segurança social na Holanda, foi aceite como dado adquirido que a operação tinha modificado o estatuto ou lei pessoal do detentor da empresa, antes holandês, depois inglês.

Como se recordam, o TJUE, no caso *Cartesio*, pronunciou-se sobre a mudança de forma jurídica de uma sociedade com manutenção da sua identidade e personalidade jurídica, mas só em *obiter dictum*. O acórdão *Vale*<sup>14</sup> veio a ocupar-se exatamente de um caso destes. *Vale*, uma sociedade italiana, tinha resolvido transferir a sua sede estatutária para a Hungria, para prosseguir aí as suas atividades em conformidade com o direito húngaro. De seguida, foi cancelada no registo italiano, como requerido. O registo da sociedade na Hungria falhou, porque segundo o direito húngaro não seria possível mencionar como antecessora jurídica de uma sociedade uma outra que não fosse húngara, ou seja, a nota de transformação/sucessão exigida para o registo na Hungria pressupunha uma sociedade húngara. Por isso, dadas estas circunstâncias, a mudança de forma de uma sociedade, conforme com o direito de imigração mas com manutenção da sua identidade e personalidade jurídica, seria impossível.

Na opinião do TJUE, esta situação legal apresentava-se incompatível com a liberdade de estabelecimento. Como já notado no caso *Sevic*, sucessões transfronteiriças enfrentariam certas dificuldades provenientes da intervenção de duas ordens jurídicas não harmonizadas. Isso, contudo, não seria razão para não as admitir. O que é decisivo, prosseguiu o Tribunal, é a discriminação que se realiza quando um Estado reconhece mudanças de forma de sociedades sujeitas ao seu direito, mas impede a transformação ou imigração de sociedades estrangeiras por esta via. Segundo o Tribunal, não é permitido que as regras aplicáveis a uma transformação transfronteiriça sejam menos favoráveis do que a regulamen-

<sup>12</sup> P.ex. Bayer/Schmidt, *Der Schutz der grenzüberschreitenden Verschmelzung durch die Niederlassungsfreiheit*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2006, p. 210 ss.

<sup>13</sup> 10.7.1986 (C-79/85).

<sup>14</sup> 12.7.2010 (C-328/10).

tação de operações paralelas no interior do país. O Tribunal fala de um princípio da *equivalência* neste contexto. Além disso, são inadmissíveis disposições que, na prática, impeçam ou agravem demasiado o exercício de direitos garantidos pela ordem jurídica europeia, assim chamado princípio da *eficiência*. Recusar o registo da sociedade originariamente italiana como predecessor jurídico contradiz o princípio da equivalência. Tudo isso pressupõe, acrescenta o Tribunal, que a sociedade exerce uma atividade substancial através de um estabelecimento sólido, concebido para um prazo indeterminado.

Antes do acórdão *Vale*, o tribunal de apelação de Nuremberga recusou-se a admitir uma transferência da sede estatária do Luxemburgo para a Alemanha. Apesar de as palavras da pertinente lei alemã sustentarem tal posição, depois do acórdão *Vale*, o caso foi decidido no sentido oposto, com base numa interpretação da lei conforme ao direito europeu<sup>15</sup>. Um outro tribunal de apelação, o de Berlim<sup>16</sup>, entretanto procedeu da mesma maneira. Muito recentemente foi decidido pelo tribunal de apelação de Francoforte<sup>17</sup> que a Alemanha não poderia impedir a emigração de uma sociedade (GmbH) para a Itália adoptando a forma legal aí prescrita (S.r.l.). Isso corresponde à regra aplicável à imigração de sociedades estrangeiras.

5. O peso da jurisprudência referida depende do alcance do estatuto ou lei pessoal das sociedades. Dois casos recentes dão alguma luz sobre isso. A pergunta formulada ao TJUE foi a de saber se uma norma da lei alemã relativa às sociedades por quotas cabia no âmbito desse estatuto. A norma em questão concerne à responsabilidade dos gerentes por pagamentos realizados quando uma sociedade se encontra no estado de insolvência. Perguntou-se se esta responsabilidade teria lugar no caso de um gerente de uma *private company* do direito britânico. O Tribunal disse que sim<sup>18</sup>. Fundamentou este resultado alegando que a regra em questão não tinha a ver, nem com o reconhecimento da personalidade jurídica de sociedades estrangeiras, nem, como no caso *Inspire Art*, com a inadmissibilidade da aplicação de regras nacionais sobre o capital mínimo a sociedades estrangeiras. A proibição de pagamentos em apreço não teria a ver com nenhum destes casos, mas sim com a atividade da sociedade depois de ser aceite a sua existência como prescrito no seu direito de origem. Con-

<sup>15</sup> 19.6.2013 (12 W 520/13).

<sup>16</sup> 21.3.2016 (22 W 64/15).

<sup>17</sup> 3.1.2017 (20 W 88/15).

<sup>18</sup> 10.12.2015 (C-594/14).

sequentemente, a lei alemã foi qualificada, para efeitos de direito internacional privado, como direito da insolvência.

6. Resumindo e avaliando a jurisprudência apresentada, pode dizer-se o seguinte: no que concerne à transferência da sede administrativa, o resultado dessa jurisprudência é que o Estado de imigração deve admiti-la. Isto é certamente justo. Pois o objetivo da liberdade de estabelecimento consiste em assegurar os pressupostos jurídicos da expansão de empresas para outros Estados-Membros a fim de realizar aquela interpenetração mútua que é o sentido do mercado único. Presumindo que o direito originário aplicável segue a teoria da constituição ou incorporação, a transferência da sede administrativa não tem impacto nenhum sobre o estatuto ou lei pessoal da sociedade, como já sabemos; esse estatuto permanece o mesmo. Para estados de acolhimento cujo direito internacional privado das sociedades adota o critério da sede principal e efetiva da administração, isto significa que, no presente contexto, eles não podem dar-lhe execução. Este princípio básico não tem aplicação. É que este princípio implicaria necessariamente a perda da personalidade jurídica de uma sociedade imigrante, um efeito que exatamente por isso mesmo contradiz ao direito europeu. Decorre que o artigo 54 TFUE, neste respeito, precisa de ser classificado como disposição do direito internacional privado.

Vistas as coisas numa outra perspetiva, as regras relativas ao Estado de imigração podem entender-se também como consequência do princípio de que a mobilidade transfronteiriça de sociedades não deve ficar atrás do que rege a transferência da sede no interior do país, ou seja, não deve ser tratada com mais desfavor. Isto exprime-se pela proibição de regulações discriminatórias, um argumento utilizado no acórdão *Sevic* e formulado mais tarde sob a forma do princípio da equivalência. Mas há situações possíveis nas quais uma discriminação seria permitida. Imaginemos uma disposição segundo a qual uma transferência interna da sede só pressuporria uma mudança da morada/domicílio. Como a transferência da sede transfronteiriça só é admitida se houver uma ligação económica significativa com o Estado de imigração, uma mera mudança da morada/domicílio não bastaria. Estaríamos então confrontados com um tratamento distinto de operações transfronteiriças e nacionais, mas trata-se de um tratamento que é justificado pelo sentido da liberdade de estabelecimento. Por outro lado, infrações desta liberdade nem sempre dependem dum a discriminação, porque é bem possível que os preceitos sobre a transferência da sede sejam significativamente mais difíceis de satisfazer por sociedades estrangeiras do que por nacionais. Daqui deduz uma parte da doutrina que a

liberdade em questão protege não apenas contra discriminações, mas sim também contra outras restrições<sup>19</sup>. Acho justificada esta posição.

Um segundo ponto: como referido, o Estado de emigração, ao contrário do Estado de imigração, pode inibir a transferência da sede administrativa para um outro Estado Membro, se a sociedade em questão quiser manter o seu estatuto pessoal. Nem o objectivo da liberdade de estabelecimento nem considerações práticas corroboram esta hipótese. Ela simplesmente não faz sentido por ser igual se alguém é fuzilado de frente ou de trás. Não surpreende por isso que, frequentemente, incluindo pelo TJUE num *obiter dictum* em *Daily Mail* que citámos, seja afirmado que a liberdade de emigrar há de ser delimitada na mesma maneira do que a liberdade de imigrar.

Uma outra questão, contudo, é a de saber se este resultado, certamente desejável, tem uma sólida base jurídica. Um dos argumentos em *Daily Mail* foi a falta de direitos harmonizados. Hoje em dia, este argumento já não vale. Em *Cartesio*, o próprio TJUE disse que a diversidade das ordens jurídicas no campo das sociedades não devia bloquear a transferência da sede. Se isso é verdade no que respeita ao Estado recipiente, não se vê como podia ser diferente quanto ao Estado exportador. Resta a teoria da criação. Segundo esta teoria, lembremo-nos, a existência e a sobrevivência de uma sociedade depende exclusivamente do direito do Estado de origem, daquele, por outras palavras, segundo o direito do qual a sociedade foi constituída. Ao nível do direito internacional privado, se não se levar em conta também o artigo 54 TFUE, não há nada a objectar. Porém, ao fazer intervir na análise este artigo, a situação legal altera-se drasticamente. Certamente os Estados-Membros são livres de optar pelo elemento de conexão da sede principal e efetiva da administração ou pelo da sede estatutária. Mas com isto não se diz nada sobre a questão de saber em que medida o âmbito do estatuto pessoal desse modo definido é compatível com o direito europeu e portanto admissível no quadro deste. Acordos de vinculação de votos, por exemplo, são normalmente qualificados como pertencentes ao direito internacional privado societário. Ora, segundo o *Regulamento Roma I*, a qualificação é contratual. Ninguém afirma, contudo, que esta regra contradiz o direito primário, mais precisamente ao artigo 54. A jurisprudência relativa a restrições de imigração de sociedades afeta também, como vimos, o âmbito do estatuto pessoal. Embora isso não tenha um impacto direto sobre a teoria da criação, ainda assim demonstra que os Estados-Membros, por razões relativas à liberdade de estabeleci-

<sup>19</sup> P.ex. Wasmeier, Grenzüberschreitende Umstrukturierungen von Kapitalgesellschaften durch Sitverlegung und formwechselnde Umwandlung (2014) pp. 76 ss.

mento, têm de aceitar – e isso é decisivo – reduções do âmbito do estatuto pessoal. Como já sabemos, o sentido da liberdade de estabelecimento consiste em garantir a mobilidade irrestrita das sociedades através das fronteiras. É incompatível com este propósito permitir aos Estados-Membros o bloqueamento total da emigração de sociedades constituídas de acordo com as suas leis. Isto vale também e particularmente para a transferência da sede administrativa. É inadmissível portanto «penalizar» tal operação com a perda da personalidade jurídica. A este respeito, a teoria da criação é, como eu também acho, errónea<sup>20</sup>. Os Estados-Membros não têm legitimidade para determinar a sobrevivência das «suas» sociedades no caso de emigração. Errónea por isso é também a opinião do TJUE segundo a qual as disposições do direito nacional relevante aplicáveis a sociedades que pretendam emigrar teriam o carácter de uma questão preliminar relativamente ao direito de estabelecimento. Não, a própria liberdade tem de ser entendida como uma regra que coloca a transferência transfronteiriça fora do alcance do estatuto pessoal das sociedades. Mais uma vez, o artigo 54 apresenta-se assim como uma norma do direito internacional privado das sociedades.

Relativamente à imigração, o TJUE já decidiu, como foi relatado, que a liberdade de estabelecimento só favorece sociedades que tenham a intenção de se implantar sinceramente e com uma duração indeterminada no mercado local. Contrasta isto obviamente com a posição do Tribunal no que respeita às circunstâncias no Estado de emigração. Basta na sua opinião, afirmada nos casos *Centros* e *Inspire Art*, uma sede estatutária mesmo na forma de uma caixa postal. Pode fundamentar-se o Tribunal no texto do artigo 54, mas não no objetivo da liberdade de estabelecimento. Certamente, este objetivo não consiste em aplicar esta e outras liberdades a circunstâncias que não envolvem quaisquer factos internacionais reais, ou seja quando o carácter internacional é, como no caso *Centros*, puramente artificial. A transferência da sede da administração não cai no âmbito da liberdade respetiva se efetivamente não há nada a transferir.

### III. A diretiva relativa à transferência da sede

Chego ao meu último tópico, i.e., a diretiva relativa à transferência da sede. Por limitações de tempo, tenho de contentar-me aqui com poucas observações. Existe um esboço preliminar da parte da Comissão que não resultou. Presentemente, a Comissão não parece prosseguir o projeto,

<sup>20</sup> No mesmo sentido p.ex. Bayer/Schmidt, op. cit., p. 211.

embora uma tal diretiva – assim a opinião dominante de comentadores – seja muito desejável, se não mesmo imprescindível, para completamente realizar o objetivo da liberdade de estabelecimento. Certamente existem possibilidades para evitar o problema. Uma é a transformação da sociedade numa sociedade europeia (SE), cuja mobilidade transfronteiriça já é assegurada pelo direito em vigor. Uma outra solução seria a fusão da sociedade mediante incorporação numa filial situada no Estado onde se quer localizar a nova sede. Mas ambas as operações oferecem apenas desvios, trilháveis mas mais complicados e não apropriados em todas as circunstâncias. Portanto, parece claro que a diretiva deveria ser introduzida.

No que respeita ao conteúdo duma tal diretiva só enfatizo dois pontos. Pessoas singulares só têm o direito de estabelecer-se num outro Estado-Membro se são cidadãos de um Estado aderente à União Europeia e domiciliadas dentro da União. Apesar de o artigo 54 TFUE não conter o segundo pressuposto, há razões bem sólidas para o entender neste sentido, ou seja, exigir que a sociedade já exerce efetivamente uma atividade real dentro da União. A diretiva devia expressamente dizer isto, assim eliminando sociedades caixa postal do âmbito da liberdade de estabelecimento. Acórdãos como *Centros* seriam então impossíveis.

Segundo a jurisprudência, um Estado-Membro pode bloquear a emigração das suas sociedades na forma da transferência da sede administrativa. Como vimos, esta posição baseia-se num mau entendimento da liberdade de estabelecimento. A diretiva deveria corrigir a situação.

**RESUMO:** Neste artigo apreciamos uma série de aspectos críticos do regime legal relativo à constituição e conteúdo da relação de domínio total. O maior destaque vai para a tese, que procuramos fundamentar desenvolvidamente, segundo a qual a mera situação de unipessoalidade nunca é suficiente para efeitos do nascimento da sobredita relação. Não existe razão alguma para que uma sociedade anônima, por quotas ou em comandita por ações portuguesa ou comunitária não possa, *fora do quadro de uma relação de domínio total*, ser sócia única de uma sociedade de algum desses tipos sediada em Portugal, e tenha, portanto, para fugir àquele regime, de arcar com os custos inerentes à convivência com sócios minoritários. Ponto é que não existe um direito de dar instruções vinculativas, caso em que nem os credores da sociedade dependente nem esta última farão jus a medidas adicionais de proteção relativamente à tutela de que essas entidades desfrutam nas hipóteses em que o sócio único é uma pessoa singular ou uma qualquer outra pessoa jurídica (ao cabo e ao resto, como todos reconhecem, é a presença daquele direito e só ela que justifica essas medidas). Quanto ao mais, cabe ressaltar que, se bem que não *suficiente*, a unipessoalidade é a nosso ver condição *necessária* da existência de uma relação de domínio total. Fosse tal relação compatível com a existência de “sócios livres” (o que implicaria, aliás, uma *contradicção in terminis*) não se compreenderia que a remissão do art. 491.º deixasse de fora as disposições que têm como escopo a salvaguarda dos interesses dos “sócios livres” de uma sociedade subordinada. Nesta constatação se

**ABSTRACT:** In this paper, some critical aspects of the rules applicable to the group relationship (*relação de grupo*) based upon full control (*domínio total*) are tackled, in respect to its formation and content.

It is submitted that single-membership alone is not sufficient to give rise to such a group relationship. There is no reason why a Portuguese or other European privately- or publicly-held limited company, or limited partnership with share capital (i.e., the corporate forms to which Title VI of the Portuguese Companies Code, on Groups of Companies, applies) cannot, *outside the legal framework of a group relationship based on full control*, be the single member of a company incorporated under any of those legal forms; there is no reason why such a company should bear the costs inherent to the presence of minority shareholders only to escape the applicability of those rules. What matters is that there is no legal right of the controlling company to issue binding instructions to the controlled company, for in such case neither creditors of the latter, nor the latter itself, will demand protective measures additional to the ones they benefit from when the single member is a single person, or a different type of legal person (after all, as it is widely recognised, the existence of such right, alone, justifies the said measures).

Furthermore, we stress that single-membership, even if not *sufficient*, is in our view a *necessary* condition for the formation of a full control relationship: were the latter compatible with the existence of other shareholders (leading in fact to a *contradicção in terminis*)

estribam duas outras ideias em que nos apartamos do consenso doutrinário à volta de uma interpretação meramente declarativa da lei: uma é que a relação de domínio total cessa logo que termine a “unipessoalidade” (e não apenas se passar a haver sócios livres detentores de mais de 10% do capital da sociedade dependente); a outra é que a obrigação de compensação das perdas anuais apenas é aplicável na hipótese de existir um contrato de subordinação, por isso mesmo que tem por única finalidade a proteção de sócios livres.

**Palavras-chave:** Grupos de sociedades; relação de grupo; relação de domínio total; instruções vinculantes; responsabilidade por perdas.

*in terminis*), there would be no plausible reason for Article 491 not to refer to the rules aimed at protecting the interests of such other shareholders. Therein lies, moreover, the foundation of two further submissions, where we depart from the common opinion favouring a more literal reading of the law: the first is that a full control relationship ceases as soon as the single-membership comes to an end (and not only if, and when, there are other, non-controlling shareholders owning more than 10 per cent of the controlled company's stock); and the second submission is that the duty to compensate annual losses is solely applicable to the group relationship based on contract (and not on full control), given that the sole purpose of this duty is to protect the remaining, non-controlling shareholders.

**Keywords:** groups of companies; group relationship; full control; binding instructions; liability for losses.

CARLOS OSÓRIO DE CASTRO\*

## A relação de domínio total: diagnóstico e remédios

### 1. Introdução

Mais de trinta anos volvidos sobre a entrada em vigor do Código das Sociedades Comerciais (CSC)<sup>1</sup>, pareceu-nos oportuno fazer um balanço crítico do *estado da arte* relativamente à disciplina da relação de domínio total<sup>2</sup>.

\* Advogado (MLGTS)

<sup>1</sup> Pertencem ao CSC todas as normas citadas neste estudo sem indicação de fonte.

<sup>2</sup> Cabe aqui um esclarecimento terminológico: usaremos a expressão “domínio total”, ou “relação de domínio total”, para designar a relação de grupo (eventualmente) decor-

A nossa intenção não é, porém, a de escalarpelizar pormenorizadamente todos os aspetos da regulamentação legal aplicável – o leitor interessado tem ao seu dispor, a esse respeito, abundante e autorizada literatura.

Decidimos focar-nos, ao invés, nos pontos que consideramos particularmente críticos (com destaque para aqueles que a evolução legislativa permite – exige até – que se olhem a uma nova luz), exercício tanto mais útil e premente quanto é certo que, digamo-lo com frontalidade, o legislador decididamente não estava *nos seus melhores dias* quando editou a regulamentação em causa – aqui lacunosa, acolá incongruente e amiúde mal inspirada. Prova disso é que não há praticamente autor nenhum que não alvitre, em maior ou menor medida, interpretações restritivas, corretivas ou abrogantes de várias das disposições legais pertinentes.

## 2. 1986: o princípio da proibição da unipessoalidade e as exceções legalmente previstas.

2.1. O CSC, tal como inicialmente posto em vigor, manteve-se fiel ao direito pregresso no que concerne à proibição da constituição de sociedades por uma só pessoa.

O art. 7.º, n.º 2, rezava assim: “O número mínimo de partes de um contrato de sociedade é de dois, exceto quando a lei exija número superior ou permita que a sociedade seja constituída por uma só pessoa”.

A exigência de um “número superior” de sócios aplicava-se designadamente às sociedades anónimas, exceção feita às sociedades em que o Estado, diretamente ou por intermédio de empresas públicas ou outras entidades equiparadas por lei para este efeito, ficasse a deter a maioria do capital (art. 273, n.º 1: “a sociedade anónima não pode ser constituída por um número de sócios inferior a cinco, salvo quando a lei o dispense”), bem como às sociedades em comandita por ações.

A pluralidade de sócios, por outro lado, não era imposta apenas no momento da constituição da sociedade. Nos termos do art. 142.º, o facto de, por período superior a um ano, o número de sócios ser inferior ao

rente da detenção pela sociedade (totalmente) dominante, diretamente ou por força de imputação legal, da integralidade do capital social da sociedade (totalmente) dependente, conquanto a lei pareça designar esta mera detenção como “domínio total” e a relação de grupo como “grupo constituído por domínio total”. Além disso, designaremos frequentemente apenas por sociedade “dominante” a sociedade “totalmente dominante” e por sociedade “dependente” ou “dominada” a “sociedade” “totalmente dependente”; onde esses qualificativos sejam usados no quadro de uma mera relação de domínio, o contexto permitirá que isso seja advertido pelo leitor.

mínimo exigido por lei (exceto se um dos sócios fosse o Estado ou entidade a ele equiparada por lei para esse efeito) era fundamento de dissolução judicial da sociedade.

2.2. Como acima se referiu, porém, a lei ressalvava os casos em que ela própria admitisse, excepcionalmente, que a sociedade fosse constituída por uma só pessoa.

A exceção em causa constava do art. 488.º, n.º 1, referente ao *domínio total inicial* (“uma sociedade pode constituir, mediante escritura por ela outorgada, uma sociedade anónima de cujas ações ela seja inicialmente a única titular”).

A isto somava-se o disposto no art. 489.º, n.º 3, segundo o qual, em caso de *domínio total superveniente*, a sociedade dependente não se dissolvia, ainda que tivesse apenas um sócio.

Em termos sintéticos, pode, portanto, concluir-se que o princípio da proibição da unipessoalidade apenas cedia o passo na medida do necessário para permitir a constituição e subsistência de uma relação de domínio total entre duas sociedades.

Por outras palavras, e raciocinando, como mero exemplo, à vista do tipo “sociedade anónima”: obrigava-se, como regra geral, à existência de um número mínimo de cinco acionistas, fosse aquando da respetiva constituição, fosse no decurso da vida da sociedade; mas essa regra comportava dois desvios, uma vez que se admitia que uma sociedade anónima pudesse ser constituída por uma única sociedade (anónima, por quotas ou em comandita por ações, com sede em Portugal), *formando ambas necessariamente um grupo* (domínio total inicial), e, ademais, que, em fase ulterior, o número de sócios pudesse tornar-se inferior a cinco, e manter-se assim, caso isso fosse acompanhado pela *constituição de uma relação de domínio total (superveniente)*.

2.3. O legislador terá sido sensível, por conseguinte, às vantagens apontadas a uma tal relação intersocietária. Tendo em conta o respetivo regime, designadamente o direito conferido à sociedade dominante de dar instruções vinculantes à administração da sociedade subordinada, mesmo que desvantajosas para esta última sociedade, caso sirvam os interesses da sociedade dominante ou das outras sociedades do respetivo grupo, e as contrapartidas exigidas a troco desse direito (responsabilidade para com os credores da sociedade dependente, acrescida, segundo a letra da lei, da obrigação de compensar as respetivas perdas), a relação de domínio total corresponde como que a uma *fusão económica* entre as sociedades assim coligadas. A sociedade dependente converte-se, praticamente, num

estabelecimento da sociedade dominante, por um modo que apresenta as seguintes vantagens relativamente à fusão propriamente dita: como a sociedade dependente mantém a sua personalidade jurídica, é possível preservar o eventual *goodwill* associado à respetiva firma, bem como os respetivos cargos de administração, ao que acresce ser a operação facilmente reversível, mediante o mero restabelecimento da pluralidade de sócios – estas são, aliás, as vantagens apontadas pela doutrina alemã à figura da *Eingliederung* (“integração” ou “englobamento”) prevista na *Aktiengesetz*, que foi manifestamente aquela em que o legislador português se inspirou, mas a cujo figurino resolveu, em má hora, introduzir vários desvios, aquando da sua transposição para a nossa ordem jurídica.

### 3. O âmbito espacial da relação de domínio total

3.1. Nos termos do art. 481.º do CSC, o Título VI, relativo às “Sociedades Coligadas”, e que inclui, no seu Capítulo III, a disciplina dos grupos societários, entre os quais figuram os constituídos por domínio total, apenas se aplica às relações que entre si estabeleçam sociedades por quotas, sociedades anónimas e sociedades em comandita por ações *com sede em Portugal*<sup>3</sup> (ressalvadas as exceções muito pontuais elencadas nas diversas alíneas do n.º 2 do art. 481.º).

O entendimento generalizado da nossa doutrina vai no sentido de que a exigência da sede em Portugal se aplica a ambas sociedades unidas por uma relação legal de coligação: ou seja, no caso da relação de domínio total, tanto à sociedade dominante como à sociedade dependente.

3.2. CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA exprimem uma opinião dissonante: “o corpo do n.º 2 do art. 481.º deve ser entendido no sentido de o regime legal português das sociedades coligadas, nas suas distintas modalidades, se aplicar apenas quando as sociedades, em que se verifica a detenção do respectivo capital social por outra, têm sede em Portugal (...)”<sup>4</sup>. Com referência à relação de domínio total, por outras palavras, a exigência da localização da sede em Portugal apenas se aplicaria à sociedade dependente.

<sup>3</sup> *Brevitatis causa*, designaremos frequentemente este conjunto de sociedades, às quais há que acrescentar as sociedades anónimas europeias com sede em Portugal, por “sociedades do art. 481.º, n.º 1”.

<sup>4</sup> *A situação dos acionistas perante dívidas da sociedade anónima no Direito português, in Direito das Sociedades em Revista, Ano 2, Volume 4, pág. 43.*

Pese embora o brilhantismo da justificação aduzida, julgamos que a este entendimento se opõem decisivamente dois argumentos.

O primeiro, mais importante, retira-se do art. 489.º, n.º 4, al. a), segundo o qual *a relação de grupo termina se a sociedade dominante ou a sociedade dependente deixar de ter a sua sede em Portugal*. Esta norma é absolutamente incompatível com a ideia de que, para efeitos da constituição e subsistência de uma relação de domínio total, é indiferente que a sede da sociedade dominante se situe em Portugal ou no estrangeiro<sup>5</sup>.

O segundo decorre do art. 481.º, n.º 2, al. d), introduzido pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, que veio autorizar a "constituição de uma sociedade anónima, nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 488.º, por sociedade cuja sede não se situe em Portugal". O art. 488.º, n.º 1, estatui que "uma sociedade pode constituir uma sociedade anónima de cujas ações ela seja inicialmente a única titular". Por conseguinte, a ser correta a tese de CARVALHO FERNANDES e JOÃO LABAREDA, não se lograria encontrar sentido útil para a al. d), acrescentada ao art. 481.º, n.º 2, pois a solução afinal já seria essa<sup>6</sup>.

É por isso, aliás, que a remissão contida no art. 481.º, n.º 2, al. d), não abrange o n.º 3 do art. 488.º<sup>7</sup> – essa omissão, a nosso ver, só pode significar que a sociedade estrangeira e a sociedade anónima de cujas ações ela seja inicialmente a única titular não constituem um *grupo*<sup>8</sup>.

3.3. Evidentemente estes argumentos não escaparam ao espírito atento dos referidos autores.

Mas a refutação ensaiada não nos parece convincente. Pois toda ela gravita em torno da ideia, que temos por incorreta, de que "exatamente porque, seja qual for a perspetiva por que se observe e o plano sob que se considere, a unipessoalidade (...) assume as mesmas natureza e caraterís-

<sup>5</sup> Assim também PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA, *Sociedades Anónimas Unipessoais e a Reforma de 2006*, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 139, pág. 140.

<sup>6</sup> Algo de análogo se passa relativamente ao art. 488.º, n.º 2, al. a). De facto, a aplicação da proibição, estabelecida no art. 487.º, "de aquisição de participações de sociedades com sede no estrangeiro que, segundo os critérios estabelecidos pela presente lei, sejam consideradas dominantes", só é exceção à regra vertida no corpo do art. 488.º, n.º 2, na medida em que essa regra exija a localização em Portugal também da sede da sociedade dominante.

<sup>7</sup> Segundo o qual "ao grupo assim constituído aplica-se o disposto nos n.ºs 4, 5, e 6 do artigo 489.º".

<sup>8</sup> Cfr., neste sentido, RUI PEREIRA DIAS, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, vol. VII, pág. 35.

ticas, independentemente do lugar da sede da sociedade dominante, justifica-se – dir-se-á, impõe-se! – que o regime jurídico aplicável seja um só<sup>9</sup>.

A comprovação de que não é assim podemos buscá-la no direito alemão. O § 319 da *Aktiengesetz* é expresso no sentido de que a *Eingliederung* apenas é admissível entre duas sociedades anónimas, *ambas com sede na Alemanha*. A solução, no que concerne à sociedade “integrante” ou principal (“*Hauptgesellschaft*”), é justificada com base na consideração de que os credores da sociedade “integrada” devem poder acionar a responsabilidade solidária da sociedade principal junto dos tribunais nacionais<sup>10</sup>; por outro lado, assegura-se, por esta via, que esses credores continuam a beneficiar da intangibilidade do capital social, agora por referência ao capital da sociedade integrante<sup>11</sup>.

#### 4. O impacto das alterações legislativas ao CSC

4.1. Duas alterações ao CSC têm repercussões profundas no regime da relação de domínio total que, na nossa modesta opinião, não têm sido apreendidas em toda a sua dimensão. Estamos a pensar, concretamente:

- por um lado, na introdução, em 1996 (Decreto-Lei n.º 275/96, de 31 de dezembro), da figura das “sociedades unipessoais por quotas”, as quais tanto podem assumir-se enquanto tais desde a sua consti-

<sup>9</sup> Ob. cit., pág. 33.

<sup>10</sup> “Os credores da sociedade integrada recebem um devedor (a sociedade principal), com sede no território nacional (...) e podem, por conseguinte, impor o cumprimento dos seus créditos também em território nacional” – GRUNEWALD, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 4.ª edição, anotação 4 ao § 319. Entre nós, *vide* PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA, ob. cit., pág. 141 (“Ora, para os credores da sociedade dependente sedeadas em Portugal de pouco poderia servir o facto de a dominante ser ilimitadamente responsável pelas dívidas daquela, porque a cobrança de tais dívidas numa ordem jurídica estrangeira, além das naturais barreiras que sempre surgiriam, poderia assumir custos incompatíveis”). Sobre este ponto, cfr., ainda, infra, a nota seguinte e a nota 35.

<sup>11</sup> Ressalte-se, porém, que, por força do princípio da liberdade de estabelecimento, a doutrina tedesca considera que a “integração” de uma sociedade alemã numa sociedade anónima de outro Estado-Membro deve ter-se por admissível, desde que a proteção conferida pela lei deste Estado aos credores e – caso se trate de uma *Eingliederung* por deliberação maioritária, com aquisição potestativa de ações – sócios minoritários satisfaça a bitola da lei alemã, coisa que se sustenta suceder por via de regra dada a adiantada fase de harmonização das legislações em matéria de sociedades anónimas – cfr. GRUNEWALD, ob. cit., anotação 7 ao § 319 e EMMERICH/HABERSACK, *Aktien- und GmbH- Konzernrecht*, 8.ª edição, anotação 7 ao § 319.

tuição<sup>12</sup>, como resultar da “transformação” de uma sociedade por quotas pré-existente, no seguimento da concentração na titularidade de um único sócio de todas as quotas<sup>13</sup>, merecendo especial realce a circunstância de o sócio único poder ser qualquer pessoa singular ou coletiva – inclusive, portanto, uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações com sede em Portugal;

– por outro lado, no aditamento, já referido, de uma nova norma ao 481.º, n.º 2 (a al. d)), operado pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março.

4.2. Até 1996, a situação era, quanto às sociedades por quotas, a que descrevemos no ponto 2: uma sociedade por quotas não podia ser constituída por um único sócio; e, no caso de unipessoalidade superveniente, ou bem que se reconstituía a pluridade de sócios, ou bem que se dissolvia a sociedade, salvo no caso de o sócio único ser uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações com sede em Portugal, em que, alternativamente, era possível constituir uma relação de domínio total entre as sociedade participantes e manter a unipessoalidade.

Como facilmente se intui, a partir de 1996 colocou-se a dúvida: *quid juris* se a sociedade unipessoal por quotas fosse constituída por uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações com sede em Portugal? Essa constituição dava origem a uma relação de grupo?

A lei nada diz expressamente. Alguns autores respondem afirmativamente<sup>14</sup>, outros em sentido negativo<sup>15</sup>.

A primeira corrente fundamenta esta *extensão analógica* nos “princípios gerais delimitadores do âmbito formal de aplicação” do “universo normativo das sociedades coligadas”<sup>16</sup>, bem como na “ratio” das relações de grupo por domínio total inicial (já que, segundo se diz, “procederão

<sup>12</sup> Art. 270.º-A, n.º 1: “A sociedade unipessoal por quotas é constituída por um sócio único, pessoa singular ou coletiva, que é o titular da totalidade do capital social”.

<sup>13</sup> Art. 270.º-A, n.º 2.

<sup>14</sup> Cfr., entre outros, ENGRÁCIA ANTUNES (*Os grupos de sociedades*, 2.ª edição, pág. 850), ANA PERESTRELO OLIVEIRA (*Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, pág. 1152) e FILIPE CASSIANO DOS SANTOS (*A sociedades unipessoal por quotas*, pág. 86).

<sup>15</sup> Cfr., também entre outros, COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, vol. II, *Das sociedades*, 3.ª ed., págs. 98 e seg., nota 25, e RUI PEREIRA DIAS, *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas. Uma análise de direito material e direito de conflitos*, pág. 264, texto e nota 723.

<sup>16</sup> ENGRÁCIA ANTUNES. ob. cit., pág. 850: “relembre-se que o citado n.º 1 do art. 481.º consagrhou inequivocamente aquele tipo social como uma das formas subjetivas relevantes das relações de coligação intersocietária”.

inteiramente também neste último caso as razões que terão levado o legislador de 1986 a consagrar um regime especial disciplinador do domínio total intersocietário, regime esse que não abrangeu aquele tipo social pela circunstância lógica de ao tempo de aprovação do CSC, a unipessoalidade originária ser ainda desconhecida no terreno das sociedades por quotas)<sup>17</sup>.

Particularmente clara, dentro desta corrente doutrinária, é ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>18</sup>:

"Não obstante a restrição da letra do 488.º à constituição de sociedade anónima unipessoal – diferentemente do que sucede no 489.º – qualquer das sociedades previstas no 481.º pode constituir, nos termos dos 270.º-A ss., uma sociedade por quotas unipessoal, formando-se, quando isso suceda, uma relação de grupo por domínio total, com consequente aplicação do regime jurídico decorrente do 491.º (501.º a 504.º).

Diferente interpretação conduziria à conclusão de que a sociedade que detém a totalidade do capital de uma *sociedade por quotas* não responderia pelas dívidas sociais da subsidiária integral, nem estaria obrigada a compensar as suas perdas, por exemplo, quando é certo essas obrigações já existiriam no caso de a subsidiária ser uma *sociedade anónima*. Por outro lado, e mais gravemente, dado que o 489.º, relativo ao domínio total superveniente, permite que este se constitua tanto em face de sociedades anónimas como de sociedades por quotas, não seria explicável a radical divergência de regime consoante o capital da sociedade [por quotas]<sup>19</sup> fosse originariamente subscrito, na sua totalidade, pela sociedade-mãe ou apenas posteriormente adquirido por ela".

E eis como aquilo que era um *privilegio* das sociedades anónimas, por quotas ou em comandita por ações com sede em Portugal (a possibilidade de constituírem sociedades anónimas unipessoais, ainda que apenas para efeitos da criação de uma relação de grupo) passa a ser brandido contra elas para lhes *impor* um regime a que todas as outras entidades ficam subtraídas (a impossibilidade de constituírem sociedades por quotas unipessoais sem que tal envolva a instituição de uma relação de grupo)!

4.3. A unipessoalidade – importa sublinhá-lo – tem vantagens significativas. A existência de uma pequena minoria acarreta custos para a actividade societária, decorrentes da obrigação de convocação de assembleias gerais, do princípio da igualdade dos sócios e do dever de lealdade do

<sup>17</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, ult. lug. cit..

<sup>18</sup> Ult. lug. cit..

<sup>19</sup> "Anónima" no original, mas trata-se de uma gralha manifesta.

sócio maioritário, do direito de informação dos sócios, da necessidade de elaborar relatórios e pareceres, do direito de impugnação das deliberações sociais, etc., etc.. E, quanto mais pequena for a minoria, tanto menor será a sua contribuição em capital, e, por conseguinte, mais onerosos ou desproporcionados se tornam aqueles custos.

4.4. Urge neste passo recordar as considerações que fizemos inicialmente e que julgamos consensuais: foi com vista a permitir a constituição de uma relação de domínio total entre sociedades que o legislador, em 1986, aceitou derrogações ao princípio da proibição da unipessoalidade<sup>20</sup>. Isto vale o mesmo que dizer – é o reverso da medalha – que, numa situação de unipessoalidade, ou bem que se instituía uma relação de domínio total, ou haveria, em alternativa, que pôr termo a essa situação ou aceitar a consequência da dissolução cominada em termos gerais.

Não é (nunca foi) a unipessoalidade o motivo determinante da responsabilidade pelas dívidas sociais da subsidiária integral (ou, para quem entenda que ele existe, do dever de compensação de perdas), *antes o direito de dar instruções vinculativas à sociedade dependente*<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Por facilidade de exposição, empregamos frequentemente o termo “unipessoalidade” como abrangendo também os casos em que o número de sócios é plural mas inferior ao mínimo exigido por lei.

<sup>21</sup> Cfr., por todos, PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA, ob. cit., pág. 142: “no regime dos grupos, a responsabilidade ilimitada é *indissociável* do direito de dar instruções à sociedade dependente, não fazendo ‘qualquer sentido’ aplicar aquela sem esta”. Ninguém, que saibamos, questiona esta asserção, mas alguns autores perdem-na ocasionalmente de vista. Parece-nos ser esse, designadamente, o caso de ENGRÁCIA ANTUNES, que, não obstante chamar a atenção para a circunstância de que o regime funciona como “um bloco jurídico unitário, investindo a sociedade-mãe num conjunto de prerrogativas e obrigações excepcionais verdadeiramente indissociáveis entre si”, e de retirar daí a conclusão lógica de que não há “evasão ao regime legal” quando os ónus e responsabilidades cominados na lei se não aplicam onde a sociedade-mãe não tenha o poder legal de direção e o direito de dar instruções vinculativas (*Os direitos dos sócios da sociedade-mãe na formação e direção dos grupos societários*, pág. 67, em nota), defende em outro lugar que “a autolimitação prevista no proémo do nº 2 do art. 481.º acabará sempre por funcionar inexoravelmente como uma discriminação, no seu próprio território, dos grupos nacionais perante os grupos estrangeiros, isentando as sociedades-mãe estrangeiras daqueles deveres e responsabilidades que são impostos às sociedades-mãe nacionais no quadro das relações que ambas possuam com entes societários de capitais sediados em Portugal”, apesar de, segundo o próprio ENGRÁCIA ANTUNES, as cúpulas hierárquicas dos grupos nacionais terem um *poder legal de direção* que não é reconhecido às dos grupos estrangeiros – *vide O âmbito de aplicação do sistema das sociedades coligadas*”, in *Estudos em homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Colaço*, vol. II, pág. 114, em nota; sobre esta contradição ver também, infra, nota 63. A discriminação contra os grupos portugueses, como veremos já de seguida, não

Deste modo, não tem que escandalizar que “a sociedade que detém a totalidade do capital de uma *sociedade por quotas* não [responda] pelas dívidas sociais da subsidiária integral”, mesmo admitindo que isso já se verificaria se a subsidiária fosse uma sociedade anónima, *desde que o direito de dar instruções vinculativas exista no último caso e falte no primeiro*.

A orientação que rejeitamos não consegue, se bem vemos, responder satisfatoriamente à seguinte questão: por que razão é que, exceção feita, segundo se alega, às sociedades do art. 481.º, n.º 1, qualquer pessoa pode constituir uma sociedade unipessoal por quotas sujeita (apenas) ao regime dos arts. 270.º-A e segs.?

É certo que a unipessoalidade representa um risco acrescido para os credores (dada a inexistência do controlo que em maior ou menor medida os sócios minoritários tipicamente asseguram). Mas esse risco é rigorosamente o mesmo quem quer que seja o sócio único (pelo menos se ele tiver uma actividade empresarial), e, portanto, deve ser acautelado de um modo uniforme para todos os casos<sup>22</sup>. A proteção consistente na responsabilidade do sócio único pelas dívidas da sociedade dominante só se justifica se a esse risco se juntar outro, a saber, o risco associado ao direito de dar instruções vinculativas.

Quanto à alegada divergência radical de regime consoante o capital da sociedade por quotas tenha sido originariamente subscrito, na sua totalidade, pela sociedade-mãe ou apenas posteriormente adquirido por ela, não nos parece que ela realmente se verifique<sup>23</sup>, sendo que, de todas as formas, e uma vez mais, sempre será justificável se apenas num dos casos existir o direito de dar instruções vinculativas à sociedade participada.

reside nisso (precisamente porque os deveres e responsabilidades têm como única razão de ser a existência de um poder legal de direção), mas no facto de, numa situação de unipessoalidade que pretendam manter, não lhes ser dado optar entre constituir ou não uma relação de domínio total.

<sup>22</sup> Coisa distinta é que o legislador tenha procedido em conformidade... Advogando uma “correta interpretação” da lei passível de assegurar que a ordem jurídica portuguesa acautele os credores das sociedades anónimas unipessoais detidas por sociedades estrangeiras, por via da afirmação da existência de uma lacuna da regulamentação aplicável aos negócios celebrados entre o acionista único e a respetiva sociedade e do preenchimento dessa lacuna por aplicação do regime do art. 270.º-F, dada a “analogia das situações”, *vide* PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA, ob. cit., *passim*.

<sup>23</sup> Como adiante veremos, nos casos de aquisição superveniente da totalidade do capital de uma sociedade por quotas (bem como, de resto, de uma qualquer outra das sociedades do art. 481.º, n.º 1), consideramos possível evitar a dissolução e manter a situação de unipessoalidade sem que isso implique a constituição de uma relação de domínio total (pelo menos mediante transformação da sociedade dependente numa sociedade por quotas unipessoal, sujeita ao regime dos arts. 270.º-A e segs.).

4.5. No que toca à referida alteração de 2006, o problema coloca-se em termos análogos. Não encontramos nenhum fundamento minimamente plausível para que a constituição de uma sociedade anónima, tendo como único sócio fundador uma sociedade do art. 481.º, n.º 1, dê necessariamente origem a uma relação de domínio total, quando uma sociedade estrangeira (por quotas, anónima ou em comandita por ações) tem, a partir de 2006, a possibilidade de criar uma sociedade anónima unipessoal sem que uma tal relação se considere instituída.

O que dizemos já no ponto seguinte permite, pensamos, superar esta contradição.

## 5. De novo sobre a aplicação espacial: inconstitucionalidade e/ou violação do direito comunitário?

5.1. A autolimitação espacial da disciplina das relações de domínio total, nos termos expostos supra, vem suscitando dúvidas acerca da sua constitucionalidade e/ou da sua conformidade com o direito comunitário.

5.2. Uns proclamam que haveria ofensa do princípio da igualdade, consagrado no art. 13.º da Constituição, se “o resultado da valorização da sede pudesse redundar no desfavorecimento ou na penalização das entidades sediadas em Portugal, no confronto com as congêneres situadas no exterior”, discorrendo nestes termos:

“Especificamente, no que a responsabilidade respeita, depararíamos então com a seguinte situação, bizarra e juridicamente intolerável, na relação societária de domínio total exercido sobre uma corporação portuguesa: a dominante responde ou não pelas obrigações da dominada conforme tenha ou não, ela própria, também sede no território nacional.

Seria, é claro, manifesto o desfavor das sociedades portuguesas que, no caso de assumirem o controlo do capital social de outras, ficariam – como indiscutível e inexoravelmente ficam – sujeitas a responder pelas obrigações das suas subsidiárias, diferentemente, todavia, do que aconteceria no caso de as dominantes se encontrarem sediadas fora do território nacional, libertas desse encargo, por esse simples facto.

O que temos por seguro é que, por imperativo do princípio da igualdade, a interpretação do corpo do art. [481.º]<sup>24</sup>, n.º 2, que nos ocupa, não lhe pode fixar um sentido que conduza a semelhante resultado”<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Por lapso, os autores escreveram “480.º”.

<sup>25</sup> CARVALHO FERNANDES/JOÃO LABAREDA, ob. cit., pág. 41.

### 5.3. Mas outros opinam às avessas:

“A especialidade do contexto jurídico-europeu obriga, porém, a uma reponderação do problema em face das relações intersocietárias em que, não intervindo apenas sociedades com sede em Portugal, intervenham todavia sociedades que, nos termos dos tratados europeus, sejam beneficiárias da liberdade de estabelecimento (arts. 49.º, 54.º TFUE<sup>26</sup>) e não possam, em geral, ser discriminadas em função da nacionalidade (art. 18.º TFUE). Aí, repare-se como o não reconhecimento a sociedades intraeuropeias dos vários poderes e instrumentos de coligação previstos nos arts. 481 s. (p. ex. a possibilidade legal de dar instruções vinculantes à administração da sociedade dependente ou subordinada; a celebração de convenções de atribuição de lucros) consubstanciaria, em si mesmo, uma restrição injustificada da liberdade de estabelecimento. Mas é igualmente certo que não poderíamos, ao mesmo tempo que lhes reconhecêssemos tais possibilidades, isentá-las das responsabilidades que a aplicação do Título VI pode acarretar (*maxime* perante credores e por perdas da dependente ou subordinada: arts. 501.º e 502.º). Por isso, somos da opinião de que a auto-limitação espacial não se aplica a essas relações intersocietárias intraeuropeias, com a consequência de que as sociedades intervenientes estarão em relação de grupo, para efeitos da aplicação dos arts. 488.º e seguintes”<sup>27</sup>.

5.4. Afigura-se contraditório que, a um só tempo, se afirme que as sociedades com sede em Portugal são prejudicadas por lhe serem aplicáveis as regras relativas aos grupos constituídos por domínio total, e que as sociedades que, nos termos dos tratados europeus, sejam beneficiárias da liberdade de estabelecimento<sup>28</sup>, o são também, mas agora por não lhe serem aplicáveis essas mesmas regras!

Mas o paradoxo – dir-se-á – é apenas aparente, tem uma explicação simples.

A relação de domínio total, já o vimos, apresenta vantagens e inconvenientes. Por via da remissão prevista no art. 491.º, a sociedade dominante tem o direito de dar instruções vinculativas ao órgão de administração da sociedade dependente; mas, a troco de isso, que é um benefício, a lei cobra um preço: a sociedade dominante torna-se responsável pelas dívidas da sociedade dependente (art. 501.º) e, segundo a opinião largamente dominante, está ainda obrigada a compensá-la das perdas verificadas durante a vigência da relação de domínio total (art. 502.º).

<sup>26</sup> Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

<sup>27</sup> RUI PEREIRA DIAS, *Código...* cit., vol. VII, pág. 37.

<sup>28</sup> Doravante, frequentemente, “sociedades comunitárias”.

Donde que tudo pareça depender do aspeto onde se coloca o acento tónico. Quem olhar para o direito de dar instruções vinculativas dirá que as sociedades com sede em Portugal são favorecidas se só elas puderem usufruir desse direito; quem se focar na responsabilidade pelas dívidas e no suposto dever de cobertura das perdas protestará que as nossas sociedades são prejudicadas, se apenas sobre elas recaírem tais encargos.

5.5. Está bem de ver, contudo, que esta abordagem em separado dos *prós* e dos *contras* é malpropícia e errónea. Não há –repisa-se – responsabilidade pelas dívidas da sociedade dependente (nem obrigação de compensação das perdas) sem o direito de dar instruções vinculantes e vice-versa; uma coisa é o contrapeso da outra, o regime tem de ser encarado na sua globalidade.

A ideia de que “a autolimitação espacial não se aplica a relações intersocietárias intraeuropeias” por importar o não reconhecimento a sociedades de outros Estados Membros dos vários poderes e instrumentos de coligação previstos nos arts. 481.º e segs. não pode ser aceite, *formulada nesses amplos termos*<sup>29</sup>.

Não se questiona o efeito direto dos arts. 18.º, 49.º e 54.º do TFUE. Mas é também sabido que as leis nacionais que contrariem normas comunitárias com um tal efeito não são inválidas, mas apenas *inaplicáveis* pelas entidades nacionais *na medida dessa contrariedade*<sup>30</sup>.

Ora isto levanta um problema sério, já que a autolimitação espacial em causa, a valer para as sociedades sediadas nouros Estados-Membros, umas vezes, de facto, redunda em seu prejuízo, mas noutras (as quais, não temos dúvidas, constituirão até a larguíssima maioria) será coisa que elas reconhecidamente saudarão<sup>31</sup>.

Há, efetivamente, um fator que tem de ser ponderado nesta equação, mas que é, neste contexto, deixado no olvido ou muito negligenciado: temos em vista, concretamente, a possibilidade, já aludida, de que desfrutam as sociedades excluídas do campo espacial do regime das relações de

<sup>29</sup> Ou seja, em termos que tornem a autolimitação espacial do art. 481º, n.º 2, pura e simplesmente inaplicável quando a sócia única tenha sede intracomunitária, sujeitando-a ao regime dos grupos.

<sup>30</sup> Cfr., por todos, TC HARTLEY, *The foundations of European Community Law*, 6.ª edição, pág. 225.

<sup>31</sup> Assim ENGRÁCIA ANTUNES, *O âmbito de aplicação...* cit., pág. 114, em nota: “...o referido *poder legal* de direção reconhecido às cúpulas hierárquicas dos agrupamentos de sociedades que tenham optado por fundar a organização da sua estrutura empresarial multissocietária num dos mecanismos taxativamente predispostos na lei para o efeito, pode efetivamente não constituir atrativo ou vantagem comparativa suficiente (...”).

domínio total, de adquirirem e manterem a integralidade do capital social de uma sociedade anónima ou por quotas, beneficiando das vantagens da unipessoalidade, *sem que precisamente se lhes aplique um tal regime*.

#### 5.6. Recorramos uma vez mais ao exemplo da *Eingliederung* alemã.

A “integração” não decorre simplesmente da circunstância de uma sociedade (anónima) deter integralmente as ações representativas do capital social de outra (também anónima). Uma das opções de que a sociedade integrante dispõe é de não retirar daí consequência alguma, mantendo indefinidamente a unipessoalidade: a concretização da *Eingliederung* é sempre *facultativa*, depende da tomada de uma deliberação com essa finalidade pela assembleia geral da “sociedade principal”.

A *Eingliederung* só era (factualmente) obrigatória enquanto mecanismo concedido pela lei para proceder ao *squeeze-out* de acionistas minoritários (subsistindo a sociedade integrada como pessoa jurídica): nos termos do § 320 da *Aktiengesetz*, a assembleia geral da sociedade principal pode deliberar a “integração”, se for titular de 95% do capital social da sociedade “integrada”, recebendo os acionistas minoritários, em troca das suas participações, ações da própria sociedade principal<sup>32</sup>.

Sucedeu que, a partir de 1 de janeiro de 2002, a *Aktiengesetz* (§§ 327a e segs.) veio permitir em termos gerais a exclusão dos acionistas minoritários (*minority squeeze-out*): a assembleia geral de uma sociedade anónima ou em comandita por ações pode, a requerimento de um acionista detentor de ações representativas de pelo menos 95% do seu capital social, deliberar a transmissão a favor daquele das ações pertencentes aos demais acionistas, mediante o pagamento de uma contrapartida em dinheiro.

Ou seja: uma sociedade anónima detentora de mais de 95% do capital de outra passou a dispor de dois meios de se apoderar da totalidade do capital social: a *Eingliederung*, por um lado, e a exclusão dos acionistas minoritários, por outro. E precisamente porque neste segundo caso não intervém a responsabilidade pelas dívidas da sociedade detida a 100%, a doutrina alemã salienta que ele constitui o caminho mais favorável<sup>33</sup>, convertendo a *Eingliederung* numa figura marginal.

#### 5.7. Pois bem. A nota, acima sublinhada, de que as leis nacionais que contrariem normas comunitárias dotadas de efeito direto são *inaplicáveis* pelas autoridades nacionais unicamente *na medida dessa contrariedade*,

<sup>32</sup> Se a sociedade principal for dependente de outra terá de ser oferecida aos minoritários, alternativamente, uma compensação em dinheiro.

<sup>33</sup> KOPPENSTEINER, *in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, pré-anotação 5 ao § 327a.

implica, sem dúvida, que o direito de aquisição potestativa previsto no art. 490.º do CSC para efeitos da constituição de uma relação de domínio total não possa ser negado às sociedades anónimas, por quotas ou em comandita por acções com sede em outro Estado-Membro da União Europeia<sup>34</sup>.

Já no que se refere às consequências decorrentes da titularidade de 100% do capital social de uma sociedade do art. 488.º, n.º 1, por uma sociedade comunitária, a constituição ou não de uma relação de domínio total *não poderá deixar de ficar ao critério da sociedade participante*; a essa sociedade, pois, é que cumpre optar entre prevalecer-se da autolimitação espacial prevista no art. 481.º, n.º 2, do CSC, mantendo-se como sócia única sem que tal acarrete a criação de uma relação de domínio total, ou, se for essa a sua preferência, invocar a violação do direito comunitário de modo a assegurar que tal relação se constitua, fazendo valer os direitos individuais decorrentes das citadas disposições do TFUE<sup>35-36</sup>. O que não

<sup>34</sup> Cfr., infra, o ponto 8.8.

<sup>35</sup> Contra PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA, segundo os quais “as sociedades unipessoais cuja sócia única tenha sede fora de Portugal não se encontram sujeitas ao regime das sociedades em relação de grupo, designadamente não se encontram sujeitas nem ao disposto no art. 501.º, nem ao disposto no art. 503.” (ob. cit., pág. 142), englobando “nas sociedades unipessoais cuja sócia única tenha sede fora de Portugal” as próprias sociedades comunitárias (ob. cit., pág. 141, em nota). PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA têm um ponto: a admissibilidade de uma relação de domínio total (superveniente) em que a sociedade dominante seja uma sociedade comunitária é passível de acarretar riscos e prejuízos para os credores da sociedade dependente, que passam a poder ver-se forçados a exercer os seus direitos fora do território nacional, não gozando dos mecanismos de tutela preventiva que a lei lhes dispensa no âmbito de uma fusão em sentido próprio (cfr. arts. 101.º-A a 101.º-D, aplicáveis às fusões transfronteiriças *ex vi* do art. 117.º-B). Sendo embora exato que, como refere RUI PEREIRA DIAS (*A responsabilidade das sociedades-mãe estrangeiras no regime dos grupos: os cíntezos do Acórdão Impacto Azul* (TJUE, C-186/12, 20.6.2013), in *Direito das Sociedades em Revista*, III Congresso, pág 417, em nota), “temos hoje na União Europeia um quadro normativo sólido que regula uniformemente o *reconhecimento de sentenças estrangeiras* (prevendo o seu *reconhecimento automático*)”, e que haverá frequentemente competência internacional dos tribunais portugueses para um litígio em que se demande a sociedade totalmente dominante estrangeira intraeuropeia pelas dívidas da sociedade unipessoal portuguesa, em face das várias possibilidades abertas pelas competências especiais (em matéria contratual e extracontratual) previstas hoje em dia no art. 6.º do Regulamento (UE) n.º 1215/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 12 de dezembro de 2012 e pela permissão de demandar conjuntamente no domicílio de *qualquer dos réus* (i.e., a sociedade totalmente dominante e a sociedade dependente) “quando haja um *nexo tão estreito* que os julgamentos separados poderiam gerar soluções inconciliáveis entre si, o que manifestamente *pode* suceder na hipótese da relação de grupo”, sendo embora isso exato, dizíamos, não é menos verdadeiro que tal não sucederá *sempre*, contra o que admite RUI PEREIRA DIAS (“*quase sempre*, senão mesmo *sempre*”) – assim se explicando, aliás, a

é admissível é que os credores da sociedade dependente, inconformados com a autolimitação espacial, venham invocar que ela é discriminatória para as sociedades anónimas, por quotas ou em comandita por acções comunitárias, que a mesma restringe a liberdade de estabelecimento destas, onde os putativos lesados não vejam as coisas assim e não se sintam objeto de qualquer tratamento desfavorável. A autolimitação espacial tem de ser contestada pelas próprias sociedades anónimas, por quotas ou em comandita por acções com sede em outro Estado-Membro da União Euro-

proteção dos credores conferida pelas medidas previstas para a hipótese de transferência da sede de uma sociedade europeia de Portugal para outro Estado membro da União Europeia (art. 14.º do Regime Jurídico das Sociedades Anónimas Europeias, publicado em anexo ao Decreto-Lei n.º 2/2005), as quais tão pouco são aplicáveis *in casu*, não obstante a relativa analogia das situações (e que, diga-se *em passant*, são até excessivas: *vide* o § 13 da *SE-Ausführungsgezetz* alemã, em que o direito atribuído aos credores de exigirem a prestação de garantias é subordinado à condição de que se demonstre que a transferência da sede pode fazer perigar a satisfação dos seus créditos). Mas a nossa lei não prima pela coerência, como o atesta de forma gritante o facto de os mecanismos de proteção referidos por último não se aplicarem em qualquer outro caso de transferência da sede de uma qualquer sociedade de Portugal para o estrangeiro (art. 3.º). E uma coisa, como quer que seja, é criticar as insuficiências da lei, outra é esgrimir com essas insuficiências para justificar entorses ou violações dos princípios da liberdade de estabelecimento e da não discriminação em função da nacionalidade. Por outras palavras: a nossa lei poderia (e deveria) ter previsto mecanismos de tutela preventiva dos credores atingidos pela constituição de uma relação de domínio total entre uma sociedade dominante comunitária e uma sociedade dependente portuguesa, permitindo-lhes, por ex., exigir, previamente a essa constituição, no pressuposto de a mesma pôr em perigo os seus créditos, a prestação de garantias (e justificar-se-ia até, a nossa ver, que medidas desse tipo fossem previstas *com caráter geral*, ou seja, ainda que as sedes tanto da sociedade dominante como da sociedade dependente se situassem em Portugal); o que não pode é omitir essas medidas *a expensas da liberdade de estabelecimento das sociedades comunitárias* (da mesma forma que, por ex., não poderia abster-se de prever medidas especiais de proteção dos credores no caso de transferência de sede de uma sociedade europeia e depois, com base no argumento do prejuízo para esses credores, proibir essa transferência, em violação do Regulamento (CE) n.º 2157/2001 do Conselho, de 8/10/11).

<sup>36</sup> Na pista certa está PAULO PICHEL, que, *de lege ferenda*, defende o que julgamos já aplicável em face do direito constituído. Segundo este autor, com efeito, “a compatibilização do poder de direção da sociedade totalmente dominante associado à responsabilidade solidária atípica com o [Direito da União Europeia] passará (...) por permitir a sua aplicabilidade transfronteiriça (inibindo tratamentos discriminatórios). Tendo em vista a eliminação de potenciais entraves, a aplicabilidade do regime deveria estar dependente de um ato de vontade do grupo (sujeito a registo)” – cfr. *O âmbito espacial do regime de coligação societária à luz do Direito da União Europeia*, disponível em <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/15266>, pág. 43, e publicado igualmente na *Direito das Sociedades em Revista*, n.º 11, 2014.

peia, quando isso lhes convenha (ou seja, se tiverem interesse na constituição de uma relação de domínio total com uma sociedade portuguesa)<sup>37</sup>.

Tratando-se, pelo contrário, de outras sociedades estrangeiras (não comunitárias), elas poderão constituir uma sociedade por quotas ou anônima de cujo capital sejam inicialmente a únicas titulares (arts. 270.º-A, n.º 1 e 488.º, n.º 1), assim como podem manter uma situação de unipessoalidade superveniente<sup>38</sup>, mas sem que isso alguma vez dê azo a uma relação de domínio total.

5.8. Suscita-se, pois, de facto, um tema de constitucionalidade, mas com contornos diferentes daqueles em que correntemente ele é colocado.

O desfavor das sociedades portuguesas face a sociedades com sede em outro Estado-Membro é indiscutível, e parece-nos seguro que ofende o princípio da igualdade constitucionalmente consagrado. A *igualização*, contudo, consoante acabou de se explicar, não pode obter-se por via da sujeição a *trouxe-mouxe* das sociedades comunitárias ao regime aplicável às sociedades portuguesas (devido à autolimitação espacial legalmente prevista, esse regime não lhes pode ser imposto<sup>39</sup>). Donde que o caminho

<sup>37</sup> O Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE), na sequência de um pedido de reenvio prejudicial apresentado pelo Tribunal Judicial de Braga, já decidiu que “O artigo 49.º TFUE deve ser interpretado no sentido de que não se opõe a uma regulamentação nacional, como a que está em causa no processo principal, que exclui a aplicação do princípio da responsabilidade solidária das sociedades-mãe para com os credores das suas filiais a sociedades-mãe com sede no território de outro Estado-Membro” (Acórdão de 20/6/2013, processo C-186/12). Como, com razão, observa RUI PEREIRA DIAS (*Código...* cit., pág. 38), foi pena que o TJUE tivesse “desconsiderado a necessária congruência de todo o conjunto de preceitos reguladores das relações de grupo”, focando-se num aspeto meramente parcial (a responsabilidade solidária da sociedade dominante), relativamente ao qual o regime nacional em questão *beneficia* sempre as sociedades-mãe de outros Estados-membros, ao dar-lhes a opção de aceitar ou não (por via contratual) a dita responsabilidade solidária pelas dívidas das suas subsidiárias em Portugal. O mesmo RUI PEREIRA DIAS dá ainda nota, porém (ult. lug. cit.), de que “visibilidade europeia” conferida por via do referido Acórdão à nossa regulamentação permitiu já que alguma doutrina, que identifica, manifestasse expressamente as suas reservas à negação, a sociedades beneficiárias da liberdade de estabelecimento, da possibilidade de recorrerem aos mecanismos de coligação societária previstos na nossa lei.

<sup>38</sup> Vide PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA (ob. cit., pág. 144): “quando, após a respetiva constituição, a sociedade fique reduzida a um único sócio” e “se trate de uma unipessoalidade que a lei admitisse como originária (...) a sociedade reduzida à unipessoalidade pode manter-se assim – posto que poderia ter *nascido* assim – sujeitando-se então ao regime legal respectivo”.

<sup>39</sup> Uma tal imposição, aliás, “constituiria provavelmente uma medida restritiva da liberdade de estabelecimento destas sociedades, na aceção do artigo 49.º do TFUE, que teria

tenha de ser o inverso: também as sociedades portuguesas do art. 488.º, n.º 1, devem poder adquirir e manter a integralidade do capital social de uma sociedade por quotas ou anónima sem que, por causa disso, se constitua necessariamente uma relação de domínio total!

A interpretação da disciplina das relações de domínio total tem de ser *atualizada* à luz do abandono do princípio da proibição da unipessoalidade, iniciado em 1996, com a admissibilidade das sociedades por quotas unipessoais, e prosseguido em 2006 com a permissão de que uma sociedade anónima seja criada por um só acionista (uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações com sede no estrangeiro)<sup>40</sup>, mau grado daí não decorrer a constituição de um grupo. Se aquele princípio – aliás fruto de um puro *preconceito teórico* hoje em dia completamente superado – já não corresponde aos dados legais, deixou de existir fundamento para que uma sociedade do art. 488.º, n.º 1, que seja titular da totalidade do capital social de uma sociedade por quotas ou anónima portuguesa tenha inelutavelmente que formar um grupo com esta, caso não queira dissolvê-la nem restaurar a pluripessoalidade.

Uma vez mais: qualquer empresário em nome individual, qualquer pessoa coletiva, tenha ou não (outros) interesses empresariais, pode hoje em dia constituir uma sociedade unipessoal por quotas, a qual pode também resultar da transformação de uma sociedade por quotas pré-existente, no caso de concentração na titularidade de um único sócio das respetivas quotas – num caso e noutro sem que entre o sócio único e a sociedade se estabeleça uma relação de domínio total, com as consequências previstas nos arts. 501.º a 504.º do CSC. Por que razão não haverá de poder ser assim na hipótese de o sócio único ser uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações com sede em Portugal?

que ser justificada à luz dos interesses legítimos consagrados no artigo 52.º (ordem pública, segurança pública ou saúde pública) ou de exigências imperiosas de interesse geral, para ser compatível com o direito da União"; sendo embora legítimo o objetivo da proteção dos interesses dos credores não é "líquido que tal regime nacional respeitasse o teste de proporcionalidade (nas vertentes da necessidade, adequação e proporcionalidade *stricto sensu*) requerido pela jurisprudência do Tribunal de Justiça" – cfr. PEDRO GOUVEIA DE MELO, *Discriminação inversa? O acórdão Impacto Azul e a exclusão da responsabilidade solidária das sociedades-mãe de outros Estados-Membros pelas dívidas das suas filiais nacionais*, in Anuário de Direito Internacional de 2013, pág. 347.

<sup>40</sup> Como recordam PINTO MONTEIRO/PEDRO MAIA (ob. cit., pág. 139, nota 5), outros casos mais de sociedades unipessoais vieram, entretanto, a ser admitidos (exs.: sociedades unipessoais da Zona Franca da Madeira e as sociedades unipessoais do Setor Empresarial Local).

Uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações estrangeira pode constituir uma sociedade anónima em Portugal de cujas ações ela seja inicialmente a única titular, assim como pode ulteriormente concentrar nas suas mãos as ações representativas da totalidade do capital social de uma sociedade desse tipo, de novo sem que esta tenha de ser dissolvida e que em resultado disso surja uma relação de domínio total<sup>41</sup>. Pelo que de novo cabe perguntar: qual a justificação para que as coisas se passem de forma distinta quando o acionista único é uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações com sede em Portugal?

É completamente desrazoável interpretar a nossa lei como obrigando à convivência com sócios minoritários, representando percentagens minúsculas do capital social, como única forma de se obviar à constituição de uma relação de domínio total.

Nisso, repete-se, residirá a inconstitucionalidade: em que uma sociedade do art. 481.º, n.º 1, tenha, *imperativamente*, de constituir uma relação de um grupo com uma sociedade de que seja sócia única, para poder criar a própria sociedade ou obviar à sua dissolução, sem que o mesmo valha onde o sócio for uma pessoa singular ou qualquer outra pessoa coletiva (no caso de a sociedade participada ser uma sociedade por quotas) ou uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações estrangeira (no caso de a sociedade participada ser uma sociedade anónima)<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Contra ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Código* cit., pág. 1157.

<sup>42</sup> Manifestando dúvidas sobre a compatibilidade do tratamento de favor dos “grupos” empresariais estrangeiros com os princípios jurídico-constitucionais da igualdade de tratamento e da equilibrada concorrência empresarial (arts. 13.º, nº 2, e 81.º, nº 1, al. e), da Constituição da República Portuguesa), *vide* ENGRÁCIA ANTUNES, *O âmbito de aplicação...* cit., pág. 116, e, no sentido de que existe uma efetiva violação da Constituição, cfr. MENEZES CORDEIRO, *A responsabilidade da sociedade com domínio total (art. 501.º, n.º 1, do CSC e o seu âmbito)*, in *Revista do Direito das Sociedades*, ano III (2011), nº 1, pág. 101, em nota. Ambos os autores referem também o princípio jurídico-comunitário da não-discriminação em razão da nacionalidade, o qual, contudo, como refere o TJUE no seu citado Acórdão (supra, nota 37) – a respeito do 49.º do TFUE, que constitui norma especial que tutela igualmente contra a discriminação em razão da nacionalidade no âmbito da liberdade de estabelecimento – apenas impede que se torne “menos atrativo o exercício, pelas sociedades-mãe com sede noutro Estado-Membro, da liberdade de estabelecimento garantida pelo Tratado” (o itálico é nosso). As situações da chamada *discriminação inversa* (em que o direito nacional trata pior os seus nacionais do que os nacionais de outros Estados-Membros) devem ser resolvidas pelos órgãos jurisdicionais do Estado-Membro em causa à luz do respetivo direito interno – cfr. PEDRO GOUVEIA DE MELO, ob. cit., pág. 348, que cita o Acórdão do Tribunal de Justiça Steen II e a seguinte passagem, muito clara, do Acórdão Uecker e Jacquet: “[a]s eventuais discriminações de que os nacionais de um Estado-Membro possam ser objeto à luz do direito desse Estado enquadraram-se no âmbito de aplicação deste, de modo que devem ser resolvidas no quadro do sistema jurídico interno do referido Estado”.

5.9. Ressalta-se que a inconstitucionalidade não deixaria de se verificar mesmo que não se desse a circunstância de as sociedades comunitárias anónimas por quotas ou em comandita por ações beneficiarem de um tratamento de favor em face das sociedades portuguesas pertencentes a um desses tipos societários, em virtude de, numa situação de unipessoalidade, ser dado àquelas, e negado a estas, manter essa situação, podendo escolher entre constituir ou não uma relação de domínio total com a sociedade participada. A inconstitucionalidade, em consequência disso, torna-se apenas *mais impressiva*.

A violação do princípio da igualdade constata-se, de facto, quando, após 2006, simplesmente se coteje o regime aplicável às sociedades do art. 488.º, n.º 1, em matéria de sociedades anónimas, com aquele que vale para as sociedades estrangeiras anónimas, por quotas, ou em comandita por ações, não comunitárias (e, em matéria de sociedades por quotas, com aquele que, após 1996, vigora para quaisquer outras pessoas, singulares ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, a seguir-se o entendimento de que também neste contexto interviria o art. 488.º, n.º 3, na hipótese de o sócio único ser uma sociedade do art. 488.º, n.º 1<sup>43</sup>).

Há razões válidas, já explanadas<sup>44</sup>, para que apenas as sociedades do art. 488.º, n.º 1, possam assumir-se como sociedades-mãe no âmbito de uma relação de domínio total – sem prejuízo, no que toca a sociedades comunitárias, de essas razões terem de curvar-se perante os princípios da liberdade de estabelecimento e da não discriminação em função da nacionalidade<sup>45</sup>. O que não há é sombra de fundamento para que só as sociedades do art. 488.º, n.º 1, tenham de cumprir as regras gerais quanto ao número mínimo de sócios, no suposto de que não pretendem instituir uma relação de domínio total com as suas participadas nem proceder à respetiva dissolução<sup>46</sup>.

<sup>43</sup> Todavia, e como é patente, não resultando tal solução de uma disposição legal expressa, mas antes de uma *extensão analógica* do art. 488.º, n.º 3, o caminho correto será o de negar essa extensão, em homenagem ao princípio da interpretação conforme à Constituição (não tem qualquer sentido *alargar* o âmbito de aplicação de uma norma inconstitucional para além do que resulta dos respetivos dizeres expressos, e concluir depois pela inconstitucionalidade também do conteúdo que extravasa do teor literal).

<sup>44</sup> Vide, *supra*, o ponto 3.3.

<sup>45</sup> Sobre este tema vide *supra*, nota 35.

<sup>46</sup> Alheia a este problema é a tese segundo a qual que não se levanta um tema de inconstitucionalidade em virtude de a autolimitação espacial não ser “irrazoável”, podendo “estribar-se numa vontade de favorecer o investimento estrangeiro” – assim, RUI PEREIRA DIAS, *Código...* cit., págs. 36 e seg.. Não é da inconstitucionalidade do âmbito de aplicação das normas sobre sociedades coligadas que aqui se trata (o problema que se coloca quanto a esse âmbito é, sim, o da conformidade com o direito comunitário), antes da inconstitucionalidade da norma que impõe o número mínimo de sócios.

Nas palavras do Tribunal Constitucional, escritas a propósito de uma questão de incompatibilidades, mas que têm, também aqui, pleno cabimento: “não basta que o legislador não esteja impedido de criar incompatibilidades; torna-se necessário, entre outras coisas, que elas não sejam discriminatórias, (...) afetando com a incompatibilidade categorias de pessoas que, sob o ponto de vista do fundamento da incompatibilidade, se encontram em igualdade de situação com outras que não são atingidas por ela”<sup>47</sup>.

Não se menospreze a gravidade desta desigualdade de tratamento. Se for dado às sociedades, numa situação de unipessoalidade, optar entre manter essa situação (que é valiosa<sup>48</sup>), sem outras consequências, ou serem investidas num poder de emitir instruções diretas e vinculativas à administração da sociedade dominada, ficando em contrapartida expostas a uma responsabilidade ilimitada perante os respetivos credores sociais, não temos dúvidas de que a preferência de todas, salvo alguma exceção pontualíssima, recairá sobre o primeiro dos termos da alternativa. A apetência das sociedades portuguesas pela constituição de uma relação de domínio total não há de ser diversa da que nutrem pela figura do contrato de subordinação, que é positivamente nula (tanto quanto nos consta, não há notícia de algum ter sido celebrado). O instituto das relações de grupo perfila-se fundamentalmente como uma *singularidade alemã* que não satisfaz, entre nós, nenhuma necessidade prática digna desse nome. O sinalagma que corresponde é entre o poder de dar instruções vinculativas, por um lado, e a responsabilidade pelas dívidas da sociedade dependente, por outro; constata-se, porém, que as sociedades dominantes não atribuem àquele poder especial valor, que bem dispensariam; de modo que a dita responsabilidade vem a transmudar-se num puro *fardo* que elas têm de carregar como correspelho imposto por lei, a despropósito, para que lhes seja franqueado o acesso aos benefícios da unipessoalidade.

nalidade da interdição de que as sociedades do art. 488.º, n.º 1, usufruam dos benefícios da unipessoalidade sem ser no contexto de uma relação de domínio total.

<sup>47</sup> Acórdão 143/85, de 3 de setembro (VITAL MOREIRA), publicado no Diário da República n.º 202/1985, Série I.

<sup>48</sup> Se, bem entendido, o termo de comparação for a convivência com uma minoria exígua.

## 6. A constituição da relação de domínio total

6.1. Das conclusões a que fomos conduzidos desentranham-se importantes inferências no que concerne aos termos e ao *timing* em que deve considerar-se constituída, face à legislação em vigor, uma relação de domínio total.

6.2. Comecemos pelo domínio total inicial.

Já vimos que o art. 488.º, n.º 3, do CSC, não se aplica ao caso em que o único sócio fundador seja uma sociedade com sede no estrangeiro: entre as sociedades envolvidas não se constitui, portanto, *ipso facto*, um grupo.

Mas já vimos também que, sob pena de violação do direito comunitário, a sociedade participante, se tiver sede noutro Estado-Membro da União Europeia, deve *poder criar* a relação de domínio total, se for essa a sua vontade, sem que, todavia, isso lhe possa ser imposto. E o mesmo deve valer, por força do princípio da igualdade, se a sociedade participante for uma sociedade do art. 488.º, n.º 1.

A única solução viável consistirá, então, segundo cremos, em dar por criada a relação de domínio total, não no momento da constituição da sociedade, mas apenas na eventualidade de a assembleia geral da sociedade dominante tomar uma deliberação no sentido da constituição de uma relação de grupo (dita de “manutenção da situação existente”)<sup>49</sup>, e a partir desse momento (a menos, claro está, que essa deliberação seja tomada em momento anterior ao da constituição da sociedade).

6.3. A nosso ver, esse não poderá deixar de ser também o regime aplicável aos casos de concentração superveniente do capital social nas mãos de uma sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações portuguesa ou comunitária: a relação de domínio total, uma vez mais, só se constituirá se e a partir do momento em que vier a ser tomada a dita deliberação.

Entendemos, pois, que padecem de inconstitucionalidade o n.º 3 do art. 488.º e os n.ºs 1 e 3 do art. 489.º, estes dois últimos na parte em que fazem nascer uma relação de grupo independentemente da tomada adrede de uma deliberação por parte da assembleia geral da sociedade dominante,

<sup>49</sup> Art. 489.º, n.º 2, al. c). Sobre a incongruência desta designação dentro do quadro da nossa construção veja-se, infra, a nota 52.

se é que não é possível, mormente no quadro de uma leitura atualista<sup>50</sup>, chegar a esse resultado por via de uma interpretação restritiva<sup>51-52</sup>.

<sup>50</sup> “Se o legislador insuflou de espírito novo o ordenamento jurídico ou o regime de uma dada matéria [altera-se] o termo de referência para a compreensão da fórmula verbal de uma norma antiga que se mantenha em vigor” – BATISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 1983, págs. 191 e segs..

<sup>51</sup> Defendendo, ainda que em termos dubitativos, uma interpretação restritiva ou mesmo revogatória da norma do art. 489.º de forma a atribuir à deliberação referida no respetivo n.º 2, al. c), um verdadeiro efeito constitutivo, com base em “argumentos sistemáticos-teleológicos”, *vide* ENGRÁCIA ANTUNES, *Os direitos dos sócios...* cit., págs. 61 e segs.. Em sentido idêntico, mas sem o mesmo prurido, MARIA AUGUSTA FRANÇA *A estrutura das sociedades anónimas em relação de grupo*, págs. 138 e segs. No *mínimo dos mínimos*, para tornar a inconstitucionalidade menos gritante, deve considerar-se que, a partir de 1996, a sociedade dominante tem a faculdade de obviar tanto à dissolução como ao nascimento de uma relação de grupo, por duas vias: ou através da alienação de quotas ou ações da sociedade dependente, ou através da transformação desta (qualquer que seja o respetivo tipo) numa sociedade por quotas unipessoal.

<sup>52</sup> Não se ignora que existe uma diferença entre afirmar a inconstitucionalidade de uma questão normativa e inscrevê-la no espaço de que dispõe o Tribunal Constitucional para emitir uma decisão de inconstitucionalidade respeitante a essa mesma questão no confronto com o legislador democrático. Seja qual a for a posição que em geral se tome sobre este assunto (cf. JOSÉ MANUEL CARDOSO DA COSTA, *Algumas Reflexões em Torno da Justiça Constitucional*, in *Perspetivas do Direito no Século XXI*, Coimbra, 2000, págs. 121 e segs., RUI MEDEIROS, *A Decisão de Inconstitucionalidade*, págs. 477 e segs. e CARLOS BLANCO DE MORAIS, *Justiça Constitucional*, Tomo II, págs. 281 e segs.) o problema fundamental consiste em saber se, naqueles casos em que a sua decisão possa ter um efeito modificativo do regime legal, o Tribunal deve, em tese, optar por uma decisão de inconstitucionalidade total, convidar o legislador a reparar o regime legal num sentido superador da situação de inconstitucionalidade que parcialmente o atinge, ou ainda admitir a prolação de uma decisão com efeitos aditivos. O Tribunal Constitucional tem aceite esta última via de modo mais ou menos pacífico pelo menos naqueles casos em que as normas submetidas à sua apreciação comportam cláusulas de exceção ou exclusão. O conteúdo modificativo ou aditivo da sua decisão consiste, em tais casos, na eliminação das cláusulas de exceção e consequente expansão do regime regra, ou na expansão da própria cláusula de exceção; ora, podendo o caso que nos ocupa pode ser configurado como comportando uma cláusula de exceção (só as sociedades do art. 488.º, n.º 1, não podem, pretensamente, a não ser no quadro de uma relação de domínio total, deter a integralidade do capital social de uma sociedade por quotas; as sociedades do art. 488.º, n.º 1, não podem, a não ser no quadro de uma relação de domínio total, deter a integralidade do capital social de uma sociedade anónima, ao contrário do que sucede com sociedades estrangeiras anónimas, por quotas ou em comandita por ações), será de admitir o recurso à decisão modificativa, em termos semelhantes às opções tomadas pelo Tribunal Constitucional no Acórdão já citado (*vide*, supra, nota 47: o art. 69, n.º 1, do Estatuto da Ordem dos Advogados, aprovado pelo Decreto-Lei 84/84, de 16 de março, estabelecia ser o exercício da advocacia incompatível com a atividade de funcionário ou agente de quaisquer serviços públicos, com exceção dos docentes das disciplinas de Direito; o Tribunal Constitucional declarou a inconstitucionalidade com força

Os n.ºs 1 e 3 do art. 489.º devem, portanto valer, como se simplesmente dissessem: “a sociedade que, diretamente ou por outras sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no art. 483.º, n.º 2, domine totalmente uma outra sociedade, por não haver outros sócios, forma um grupo com esta última se a assembleia geral da sociedade dominante deliberar no sentido da manutenção da situação existente<sup>53</sup> e a partir do momento dessa deliberação” – a qual está sujeita a registo nos termos do art. 3.,º n.º 1, al. u), do Código do Registo Comercial<sup>54</sup>.

A deliberação de “manutenção da situação existente” só não será pressuposto do surgimento de uma relação de domínio total no caso de a detenção de 100% do capital ter resultado do exercício do direito conferido pelo art. 490.º, n.º 3, do CSC – nesta hipótese, a relação nasce

obrigatória geral da norma em causa, na parte em que considera incompatível com o exercício da advocacia a função docente de disciplinas que não sejam de Direito), bem como no Acórdão 103/87, de 6 de maio, publicado no Diário da República n.º 103/1987, Série I (a regra geral consagrava o direito o direito de os elementos da PSP apresentarem queixas ao Provedor de Justiça contra os poderes públicos responsáveis pela própria Policia, e a exceção restringia esse direito aos casos em que estivessem em causa ações ou omissões de que resultasse violação dos seus direitos, liberdades e garantias ou prejuízo que os afete; o Tribunal eliminou esta restrição por considerar inconstitucional a exclusão do direito de os membros da PSP apresentarem queixa ao Provedor por ações ou omissões dos referidos poderes públicos que violassem direitos ou causassem prejuízos a terceiros ou ofendessem objetivamente a ordem constitucional e a legalidade democrática).

<sup>53</sup> Usamos esta locução (“manutenção da situação existente”) com perfeita noção da sua impropriedade, atenta a posição que defendemos, e apenas por ser essa a formulação legal (histórica): por direitas contas, deverá ler-se “constituição de uma relação de domínio total” onde consta “manutenção da situação existente”. Sendo a “situação existente” de que fala a lei a unipessoalidade, a deliberação de manutenção dessa situação só tinha o condão de criar uma relação de domínio total quando se exigia à sociedade dominante, para obviar a essa constituição, que escolhesse entre pôr termo à unipessoalidade ou dissolver a sociedade dependente. Em bom rigor, hoje em dia, “manter a situação existente” significa simplesmente conservar a unipessoalidade sem constituir uma relação de domínio total, para cujo efeito a assembleia geral deverá abster-se de tomar qualquer uma das deliberações referidas no art. 489.º, n.º 2, mesmo que chamada a reunir nos termos e para os efeitos dessa disposição (convocação essa que entendemos ter deixado de ser obrigatória, não sendo aplicável o art. 515.º).

<sup>54</sup> O que é, de resto, um argumento adicional no sentido de conferir a essa deliberação efeitos constitutivos da relação de domínio total (abstraindo do caso de esta resultar da utilização do mecanismo predisposto pelo art. 490.º, sendo certo que a aquisição das participações dos sócios livres efetuada nos termos deste artigo está ela própria sujeita a registo e publicação). Se a relação de domínio total emergisse da mera detenção da integralidade do capital social, o art. 3.,º n.º 1, al. u), do Código do Registo Comercial deveria sujeitar a registo essa detenção, e não “a deliberação de manutenção do domínio total de uma sociedade por outra, em relação de grupo”, pois o registo há de ter por objeto não só “o termo da situação” como o início da mesma.

no momento em que a sociedade dominante se torne titular das ações ou quotas pertencentes aos restantes sócios da sociedade dependente. O direito de aquisição potestativa existe unicamente para permitir a criação de uma relação de grupo, não pode ser usado sem que o seu exercício conduza a esse resultado.

6.5. Repise-se aqui uma ideia que não nos cansamos de sublinhar: a circunstância de a intervenção do regime da relação de domínio total, numa situação de unipessoalidade, ficar na dependência de um ato de vontade da sociedade dominante não colide com o interesse dos credores. Não sendo constituída a relação de domínio total, a relação que intercede entre as sociedades participada e a sociedade que detém 100% do respetivo capital é unicamente uma relação de domínio simples, pelo que esta última não tem o direito de dar à primeira instruções vinculativas; logo falece a própria razão de ser de uma responsabilidade pelas dívidas da sociedade dependente<sup>55</sup>.

6.6. O regime acima descrito culmina a evolução que teve lugar a partir do início da vigência do CSC, em 1986.

Esquematizando:

*Situação anterior ao Dec-Lei n.º 275/96:*

Uma sociedade do art. 488.º, n.º 1, podia constituir uma sociedade anónima de cujas ações ela fosse inicialmente a única titular. A sociedade fundadora e a sociedade participada constituíam necessariamente um grupo.

Este regime era igualmente aplicável às sociedades anónimas, por quotas, ou em comandita por ações, *comunitárias*, por força dos princípios da liberdade de estabelecimento e da não discriminação em função da nacionalidade.

Nenhuma outra entidade podia constituir uma sociedade anónima unipessoal. Por outro lado, a constituição de uma sociedade por quotas unipessoal era objeto de uma proibição absoluta, quem quer fosse a entidade que se propusesse constituí-la.

<sup>55</sup> "Podemos considerar que, em situações normais, os credores beneficiam do natural espírito de sobrevivência das sociedades e, ainda, das múltiplas regras de cautela que se impõem aos respetivos administradores e por cujo cumprimento eles são responsáveis. O dever de acatar instruções desfavoráveis altera tudo: podem, legalmente, surgir sociedades *khamikase*, contra as quais falham os esquemas normais de acautelamento. A responsabilidade alargada permite reconstituir, no nível superior, a segurança perdida" – MENEZES CORDEIRO, in *A responsabilidade da sociedade...* cit., pág. 104.

Na eventualidade de a detenção da integralidade do capital de uma sociedade (anónima, por quotas ou em comandita por ações) não ser originária, mas superveniente, a assembleia geral da sociedade-sócia, caso fosse uma sociedade anónima, por quotas, ou em comandita por ações, *comunitária*, podia, em alternativa:

- a) dissolver a sociedade dependente;
- b) alienar quotas ou ações da sociedade dependente;
- c) “manter a situação existente”.

Tomada a deliberação prevista em c), constituía-se uma relação de domínio total. Não sendo, no prazo de seis meses, aprovada nenhuma deliberação, não se formava um grupo, mas a sociedade participada ficava sujeita a dissolução judicial<sup>56</sup>, podendo, porém, a sociedade participante requerer ao tribunal que lhe fosse concedido um prazo razoável a fim de regularizar a situação, fosse por via da alienação de quotas ou ações<sup>57</sup>, fosse por via da adoção de uma deliberação de “manutenção da situação existente”; nesta última eventualidade, a sociedade-sócia e a sociedade participada passavam a estar em relação de domínio total.

Este regime era igualmente aplicável às sociedades do art. 488.º, n.º 1, pelo menos por força do princípio da igualdade acolhido no art. 13.º da Constituição da República Portuguesa.

Em todas as demais hipóteses de unipessoalidade superveniente, aplicava-se o art. 141.º, n.ºs 1, al. a) e n.º 2 (dissolução judicial ou reconstituição da pluripessoalidade).

*Situação posterior ao Decreto-Lei n.º 275/96, mas anterior ao Decreto-Lei n.º 76-A/2006*

O Decreto-Lei 275/96 veio introduzir algumas modificações ao quadro normativo acima descrito.

<sup>56</sup> Isto no caso de número de sócios ser inferior a dois ou a cinco, consoante a sociedade participada seja, respetivamente, uma sociedade por quotas ou uma sociedade anónima, ainda que os demais sócios sejam “outras sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no artigo 483.º, n.º 2”. Sendo o número de sócios igual ou superior ao mínimo legalmente obrigatório, não havia razão, como continua a não haver (ainda que se não adira às posições que defendemos), para que a sociedade participante tenha de aceitar a dissolução, caso não queira formar um grupo com a sociedade participada nem alienar a terceiros (cujas participações não lhe sejam imputáveis) uma parte do capital.

<sup>57</sup> De forma a que o número de sócios voltasse a ser igual ou superior ao mínimo legalmente obrigatório.

Qualquer pessoa singular ou coletiva passou a poder constituir uma sociedade unipessoal por quotas (subscrevendo a totalidade do respetivo capital), aplicando-se nessa hipótese, invariavelmente, o regime dos arts. 270.º-A e segs. (ou seja, em nenhuma hipótese se constituía uma relação de domínio total, inclusive naquela em que o sócio fosse uma sociedade do art. 488.º, n.º 1).

Na hipótese de unipessoalidade superveniente, as coisas mantiveram-se fundamentalmente como estavam. Porém, havendo formalmente um único sócio, passou a ser possível deliberar a transformação da sociedade participada (fosse ela anónima, por quotas ou em comandita por ações) numa sociedade por quotas unipessoal, como forma de obviar de um só golpe à dissolução e à constituição de uma relação de domínio total.

#### *Situação posterior ao Decreto-Lei n.º 76-A/2006*

Com este diploma, o que mudou, face à situação precedente, foi o seguinte:

- a) qualquer sociedade anónima, por quotas ou em comandita por ações extracomunitária passou a poder constituir uma sociedade anónima unipessoal, ou a deter supervenientemente a integralidade do capital de uma sociedade anónima (sem que, num caso como outro, ambas formem um grupo);
- b) o mesmo passou a aplicar-se ao caso de a acionista única (originária ou supervenientemente) ser uma sociedade anónima ou por quotas comunitária, com a diferença de que se pode constituir aqui, a qualquer momento, *agora sem a ameaça de dissolução*, uma relação de grupo mediante a tomada de uma deliberação de “manutenção da situação existente” – regime este que, ao menos por força do princípio da igualdade, se aplica igualmente às hipóteses em que a acionista única (também originária ou subsequentemente) seja uma sociedade do art. 488.º, n.º 1<sup>58</sup>.

## **7. A imputação de ações nos termos do artigo 483.º, n.º 2, do CSC**

7.1. Tanto no art. 489.º, n.º 1, como no art. 490.º, n.º 1, a lei equipara às ações ou quotas detidas pela sociedade “dominante”, aquelas de que

<sup>58</sup> Relativamente à detenção superveniente de 100% do capital social, à hipótese de existir apenas um único acionista é equiparada a hipótese de pluralidade de sócios ligados por uma das conexões previstas no art. 483.º, n.º 2 (com a restrição de que falaremos adiante – *vide*, já a seguir, o ponto 7).

sejam titulares “sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no artigo 483.º, n.º 2”, a saber, sociedades que dela sejam dependentes, direta ou indirectamente, ou com ela estejam em relação de grupo, e pessoas que atuem por conta de qualquer dessas sociedades.

Sobre esta equiparação há bastante que dizer.

7.2. Literalmente, a lei manda atender às ações ou quotas da sociedade dependente detidas por sociedades com as quais a sociedade dominante se encontre, não apenas em relação de grupo, como em relação de (simples) domínio.

Setores relevantes da doutrina vêm defendendo uma interpretação restrictiva destes preceitos, por forma a excluir da remissão as sociedades em relação de domínio. Está entre esses autores ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA:

“Mais problemática é a situação em que a sociedade intermédia tem 100% do capital da sociedade-filha mas é detida a menos de 100%. Assim, por ex., A tem mais de 50% de B, que tem 100% de C. (...) se a sociedade-mãe não domina totalmente a filha também não domina totalmente a neta. É certo que tem o poder de influência dominante sobre a dominada direta o que lhe permite controlar os 100% do capital detido por esta na outra sociedade: todavia, tal controlo é próprio da relação de domínio e não atinge a intensidade da relação de grupo por domínio total (que exige que não existam quaisquer outros sujeitos envolvidos, o que sucede no presente caso)”<sup>59</sup>.

Aderimos a este raciocínio<sup>60</sup>. Não é viável *per definitionem* que uma qualquer sociedade possa estar senão sob um único “domínio total”. Não negamos, é claro, que possam existir “grupos multinível”, mas antes que, no seio desses grupos, haja espaço para a coexistência de uma pluralidade de poderes de instrução, passíveis de entrarem em colisão insanável. Se, no exemplo citado, C tivesse de acatar as instruções tanto de A como de B, *quid juris* se as mesmas fossem inconciliáveis?

Nos *so-called* “grupos multinível” o que existe de facto, a nosso ver, é uma cadeia de domínios (totais) diretos, não domínios diretos e indiretos.

<sup>59</sup> *Manual de Grupos de Sociedades*, 2016, pág. 52. No mesmo sentido, cfr. FRANCISCO BRITO PEREIRA COELHO, *Grupos de sociedades: anotação preliminar aos artigos 488.º a 508.º do Código das Sociedades Comerciais*, in *Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra*, vol. 64, 1988, pág. 336.

<sup>60</sup> Saliente-se que temos dúvidas quanto a que a uma sociedade não sejam imputáveis as ações ou quotas de que seja titular outra sociedade cujo capital a primeira detenha a 100%, mesmo que entre ambas não tenha sido estabelecida uma relação de grupo (por ex., porque a sociedade intermédia tem sede no estrangeiro).

Neste aspecto discordamos, pois, de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, quando, após o excerto acima reproduzido, prossegue, dizendo:

“De resto, o poder de instrução, nos grupos multinível, nunca é exercido diretamente sobre a sociedade-neta mas antes através do poder de instrução sobre a sociedade-filha. Assim, não há poder de instrução sobre a dominada indireta se não houver sobre a dominada direta. Consequentemente, tal poder sobre a sociedade-neta depende de vigorar idêntico poder na relação com a sociedade-filha, o que pressupõe a relação de grupo (domínio total ou contrato de subordinação”).

Em nossa opinião, a imputação nunca opera para dar lugar a um domínio total indireto onde já exista (ou passe a existir) um domínio total direto. No exemplo figurado por ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “em que a sociedade B é titular de 100% do capital da sociedade C” e “a sociedade A vem posteriormente a adquirir a totalidade do capital social de B”, cremos que poderá haver unicamente domínio total entre B e C, por um lado, e domínio total entre A e B, por outro lado, e não, como quer a referida autora, “domínio total inicial direto entre B e C e domínio total superveniente indireto entre A e C” – em contradição, aliás, pelo menos assim nos parece, com a ideia que exprime mais à frente de que “o poder de instrução, nos grupos multinível, nunca é exercido diretamente sobre a sociedade-neta mas antes através do poder de instrução sobre a sociedade-filha”.

7.3. Há, contudo, um argumento adicional, verdadeiramente intransponível, e que é o seguinte: a disciplina da relação de domínio total, uma vez esta instituída, preocupa-se fundamentalmente (diríamos até exclusivamente) com os interesses dos credores da sociedade dependente. Seguro é que a tutela dos sócios livres não entra nas cogitações do legislador: o art. 491.º limita-se a remeter para os arts. 501.º a 504.º, deixando de fora todas as disposições que têm como escopo a salvaguarda dos interesses dos denominados “sócios livres” de uma sociedade subordinada.

Esta omissão explica-se porque é justamente condição da relação em apreço que a sociedade dominante detenha a integralidade do capital social da sociedade dependente, senão formalmente, pelo menos *material ou economicamente*: na relação de domínio total, *nenhum sócio é livre*, é dizer, nunca há sócios portadores de um interesse distinto do da sociedade totalmente dominante (ou juridicamente não subordinado a este último interesse).

Ocorre que a relação de domínio (simples) se caracteriza pela existência de um poder de exercer uma influência dominante, a qual tem como critério – pelo menos como limite – o interesse da sociedade dependente, ao qual competirá a primazia em caso de conflito com os objetivos ou pro-

pósitos do acionista dominante. Suposta uma relação desse tipo, a sociedade dependente não deixa de constituir uma entidade autónoma, com os seus interesses próprios, que não são necessariamente coincidentes com os da sociedade dominante.

Retomando o caso de há pouco: se a A fosse reconhecido um poder de dar instruções desvantajosas a C, sob condição de que tais instruções servissem os interesses de A ou de outras sociedades do seu *grupo* (entre as quais não se inclui B), é evidente que isso resultaria em detrimento de B (titular de 100% do capital de C!) e dos acionistas minoritários de B.

7.4. Quem sustente que a relação de domínio total resulta da mera detenção de 100% do capital social de uma sociedade, diretamente ou nos termos no artigo 483.º, n.º 2, *por força da lei* (isto é, independentemente do concurso da vontade da sociedade dominante, expressa, designadamente, por via da tomada pela respetiva assembleia geral de uma deliberação de “manutenção da situação existente”, nos termos expostos)<sup>61</sup>, terá razões adicionais para nos acompanhar na interpretação restritiva que defendemos nesta matéria.

Uma vez mais: na relação de domínio simples, a lei não *normativiza* a possibilidade de exercício de uma influência dominante – simplesmente conhece dela ou tem-na em conta, como dado de facto fulcral na composição justa dos interesses em jogo, em vários contextos. O poder não é um poder normativo: a sociedade dominante não tem – reitera-se – o direito de dirigir ou de dar instruções ou ordens à sociedade dependente (no sentido da prática ou da abstenção de certo ato). Como justificar, então, que, dada a mera situação de domínio, e sem reconhecer à sociedade dominante qualquer poder de direção, a lei fizesse recair sobre a sociedade dominante as consequências (gravosas) de uma conduta da dependente, ainda que adotada sem o conhecimento daquela ou até contra uma sua “recomendação” expressa? E, todavia, seria isso mesmo o que sucederia sempre que uma sociedade envolvida, como sociedade dependente, numa relação de domínio simples, viesse a estabelecer com outra ou outras uma relação de grupo, como sociedade diretora ou totalmente dominante<sup>62-63</sup>.

<sup>61</sup> Assim MENEZES CORDEIRO, *A responsabilidade da sociedade...* cit., pág. 103.

<sup>62</sup> É certo que uma entidade pode ver-se constituída no dever de lançar uma oferta pública de aquisição em consequência de aquisições efetuadas por sociedades com ela em relação de domínio. Mas não é menos verdadeiro que o cumprimento desse dever não é inelutável, graças ao regime de suspensão previsto no art. 190.º do Código de Valores Mobiliários.

<sup>63</sup> ENGRÁCIA ANTUNES (ob. cit., págs. 860 e seg., nota 1692) labora, a nosso ver, num equívoco, quando esgrime contra a interpretação que defendemos o argumento de que ela “acabaria por retirar ao regime jurídico aquela eficácia que a ficção legal da imputação

## 8. Aquisições tendentes ao domínio total e alienação potestativa

8.1. O art. 490.º do CSC concede a uma sociedade que, por si ou conjuntamente com outras sociedades ou pessoas mencionadas no art. 483.º, n.º 2, disponha de quotas ou ações correspondentes a, pelo menos, 90% do capital de outra sociedade, o direito potestativo de adquirir as participações dos restantes sócios.

Para tanto, para além de comunicar, nos 30 dias seguintes, que atingiu ou ultrapassou o referido patamar (ao que está obrigada, queira ou não prevalecer-se do direito de aquisição potestativo<sup>64</sup>), ela deve:

- nos seis meses seguintes à data da comunicação, fazer uma oferta de aquisição das participações dos restantes sócios, mediante uma contrapartida em dinheiro ou nas suas próprias quotas, ações ou obrigações, justificada por relatório elaborado por revisor oficial de contas independente das sociedades interessadas;
- declarar na oferta que se tornará titular das ações ou quotas pertencentes aos sócios livres da sociedade dependente que não a aceitem dentro do prazo de vigência da oferta;
- consignar em depósito a contrapartida, em dinheiro, ações ou obrigações, das participações adquiridas, calculada de acordo com os valores mais altos constantes do relatório do revisor.

8.2. A constitucionalidade deste direito foi durante muito tempo objeto de controvérsia, mas a questão, nos moldes em que era colocada<sup>65</sup>, deve considerar-se hoje ultrapassada com o Acórdão do Tribunal Cons-

justamente visou afinal garantir (...) bastando então que as sociedades-mãe passassem a carrear as situações de agrupamento por domínio total através da utilização de sociedades dependentes (...)" A ficção legal da imputação não visa garantir a eficácia do regime, antes permitir que a relação de domínio total *possa ser constituída* mesmo que a detenção da integralidade do capital social da sociedade participada seja, no todo ou em parte, apenas "económica". Julgamos que o entendimento de ENGRÁCIA ANTUNES é tributário da ideia segundo a qual a detenção da integralidade do capital social de uma sociedade do art. 488.º, n.º 1, por outra sociedade do art. 488.º, n.º 1, não pode surgir ou subsistir sem dar origem a uma relação de domínio total, que procuramos refutar em várias passagens deste artigo (não há fraude ao regime se, para se furtar à responsabilidade das dívidas de uma sociedade dependente, a sociedade dominante prescinde de que lhe seja outorgado o direito de dar instruções vinculativas, optando por manter a relação de coligação como relação de domínio simples, como, aliás, o próprio ENGRÁCIA ANTUNES reconhece noutra sede – *vide*, supra, nota 21).

<sup>64</sup> Ver, porém, a este respeito, infra, nota 72.

<sup>65</sup> Voltaremos ao tema da conformidade com a Constituição, infra, no ponto 8.8, mas sob uma perspetiva totalmente distinta.

titucional n.º 491/02, de 26 de novembro<sup>66</sup>, que se pronunciou em sentido afirmativo, na base de uma fundamentação abundante e convincente. Pela nossa parte, bastar-nos-ia o argumento de que, sendo o interesse dos sócios minoritários fundamentalmente *patrimonial* (pois que o seu poder de influência é nulo ou praticamente nulo) e assegurada que seja uma adequada tutela do mesmo, assim entendido (concretamente, o pagamento de uma justa contrapartida), o legislador está legitimado para permitir a exclusão desses sócios da sociedade, seja, como caso vertente, em benefício da formação de grupos societários em resultado do livre desenvolvimento da iniciativa empresarial, seja, em geral, para prossecução de um qualquer outro interesse relevante.

8.3. Precisamente porque a defesa dos sócios minoritários carece de estar adequadamente garantida, não cremos que a aquisição compulsiva das suas participações possa prescindir da prévia consignação em depósito da contrapartida, contra o que entendem COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS<sup>67</sup>. A nosso ver, a aquisição dá-se aquando do respetivo registo, o qual, nos termos do art. 490.º, n.º 4, pressupõe a prévia consignação em depósito da contrapartida. Não procede o argumento de que também a cessão de quotas está sujeita a registo e que não é por isso que se pode dizer que a transmissão só ocorre com esse registo; pois, na hipótese que ora analisamos, a alienação não se alicerça na vontade de ambas as partes, os alienantes não dão o seu consentimento a um qualquer diferimento da liquidação da contrapartida.

8.4. A mesma ideia de que os sócios minoritários devem ser integralmente compensados impõe que o revisor oficial de contas atenda ao valor real das participações<sup>68</sup> (correspondente ao respetivo quinhão no valor global da empresa), sem que lhe seja lícito proceder a descontos baseados no seu caráter minoritário e/ou ilíquido. Aliás, nenhum dos citados descontos cobra sentido quando o adquirente é o próprio sócio maioritário. Pois o *minority discount* justifica-se na medida em que o adquirente, após a compra, não esteja em condições de controlar os destinos da companhia –

<sup>66</sup> Publicado no Diário da República, II Série, n.º18, de 22/1/2003, págs. 1057 e segs. (Relator: PAULO MOTA PINTO).

<sup>67</sup> *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, vol. VII, págs. 161 e 164.

<sup>68</sup> Entendemos, com ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (*Código...* cit., pág. 1167) que o momento relevante, para efeitos da avaliação, é o da deliberação da sociedade dominante que aprova a formulação da oferta.

o que evidentemente não é o caso em que ele seja já o sócio dominante<sup>69</sup>. E o *marketability discount*, por sua vez, filia-se na dificuldade em vender participações que não são negociáveis num mercado líquido – sendo certo, porém, que, quando o adquirente é o sócio maioritário, as mesmas vão engrossar a posição de controlo, que é muito mais fácil de alienar do que uma posição minoritária, e valorizam inclusive essa posição de modo mais que proporcional quanto permitem ao adquirente apoderar-se de 100% da empresa, como acontece *in casu*<sup>70</sup>.

8.5. Virando agora a nossa atenção para o direito de alienação atribuído aos “sócios livres” pelo art. 490.º, n.º 5, do CSC, entendemos que a sua consagração não quadra com a teleologia do instituto. O legislador misturou aqui coisas distintas. O direito de aquisição potestativa conferido à (futura) sociedade dominante entende-se perfeitamente, tem a finalidade de possibilitar a criação da relação de domínio total; todavia, se ela prescinde de o exercer e tal direito caducar, a que título se decidiu permitir que os “sócios livres”, ou alguns deles, a obriguem a adquirir as suas participações? O direito de alienação potestativa, por direitas contas, só pode filiar-se no propósito de permitir a saída aos sócios livres, dado o peso reduzido do conjunto das suas participações; mas, a ser assim, não sevê justificação para que o mesmo direito não lhes assista quando o sócio maioritário não seja uma sociedade anónima, uma sociedade por quotas ou uma sociedade em comandita por ações<sup>71</sup>, ou quando o bloco superior

<sup>69</sup> “Sale of the minority shareholders’ stock to the corporation or majority shareholders is unlike a sale to third parties. When a shareholder sells his or her shares to third parties, the value of the shares sold by shareholders to third parties is indeed diminished because the third party has no right to control management. A sale to majority shareholders of a corporation, however, simply serves to consolidate the interests of those already in control. To require application of a minority discount in this case would result in a windfall for majority shareholders” – STEVEN BAHLS, *Resolving Shareholder Dissension: Selection of the Appropriate Equitable Remedy*, in *The Journal of Corporate Law*, 1990, pág. 302.

<sup>70</sup> “When a majority shareholder’s purchase results in 100 percent ownership of a corporation’s stock, a marketability discount makes even less sense. With sole ownership, there is no minority shareholder to account for and, correspondingly, there is no risk of litigation for oppressively failing to consider the minority’s interests. To outside purchasers, therefore, sole ownership of a company is more attractive than ownership of a controlling (but less than 100 percent) interest” – DOUGLAS MOLL, *Shareholder oppression and “fair value”: of discounts, dates, and dastardly deeds in the close corporation*, in *Duke Law Journal*, novembro 2004, vol. 54, pág. 323.

<sup>71</sup> A “degradação da posição do sócio livre, em consequência da concentração do capital social” de que fala ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA (*Código...* cit., pág. 1168) é a mesma em todos os casos. Note-se que a simetria que falta aqui já se verifica no quadro do regime instituído pelos arts. 194.º e segs. do Código de Valores Mobiliários. O direito de aquisição potes-

a 90% se constrói por vias diversas das previstas no art. 483.º, n.º 2 (ex.: por força de acordos parassociais).

8.6. No plano do direito positivo, há alguns aspectos a sublinhar e umas quantas dúvidas que intentaremos esclarecer.

Um ponto, muito importante, é o seguinte: *o direito de alienação potestativa não existe senão como consequência do prévio surgimento de um direito de aquisição potestativa*. Mal ou bem, o legislador associou ambos os direitos. Além disso, é necessário, em alternativa, que:

- a sociedade dominante não tenha feito qualquer oferta;
- a sociedade dominante tenha feito uma oferta sem declarar na proposta que se tornará titular das ações ou quotas pertencentes aos sócios livres e que, ademais, estes possam comprovar ser a oferta insatisfatória<sup>72</sup>.

Assim se por ex. uma sociedade detentora de 75% do capital de outra compra a participação de 25% detida pelo sócio minoritário e subsequentemente aliena a terceiro um lote de 5%, nem a primeira terá um direito de aquisição potestativa nem este último terá um direito de alienação potestativa.

Analogamente se passam as coisas na hipótese de uma sociedade se tornar titular de 100% do capital na sequência do exercício do direito de aquisição potestativa e subsequentemente alienar a terceiro uma participação societária.

Para que (res)surja um direito de aquisição potestativa e (eventualmente) um direito de alienação potestativa será imprescindível que a sociedade dominante desça aquém limiar dos 90%, ou parte de uma participação inferior a essa barreira, e venha depois (de novo) a ultrapassá-la

tativa, no quadro deste preceito, pertence ao “sócio dominante”, quem quer que ele seja, tem como único objetivo permitir que ele se “desembarace” dos sócios minoritários; além disso, tendo ele lançado uma oferta geral, mostrou a sua vontade de adquirir a totalidade das ações; é, portanto, justo e adequado que os sócios minoritários também desfrutem de um direito de alienação potestativa. No sentido de que “*the sell-out right is to be regarded as a fair counterpart for the squeeze-out right conferred on the majority shareholders and a component in the proportionality of the squeeze-out solution*” vide o *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids* (disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)), pág. 62.

<sup>72</sup> Se a sociedade tiver feito uma oferta declarando na proposta que se tornará titular das ações ou quotas pertencentes aos sócios livres, não há margem para o exercício de qualquer direito de alienação, mas unicamente para que se impugne a adequação da contraposta e/ou para exigir o respetivo pagamento.

(sem, todavia, atingir os 100%), ou que uma participação igual ou superior a 90% (mas inferior a 100%) seja adquirida por uma nova sociedade dominante<sup>73</sup>.

8.7. O que mais choca no direito de alienação potestativa é que o direito atribuído a cada sócio pelo art. 490.º, n.º 5, de exigir por escrito que a sociedade dominante lhe faça, em prazo não inferior a 30 dias, uma oferta de aquisição das suas quotas ou ações, mediante contrapartida em dinheiro, quotas ou ações da sociedades dominante, se esta não lhe fizer oportunamente a oferta permitida pelo art. 490.º, n.º 2, é exercível *em qualquer altura*<sup>74</sup> – solução que contrasta com o disposto no art. 196.º do CVM, segundo o qual o direito de alienação potestativa tem de ser precedido de um convite à formulação de uma oferta de aquisição dirigido ao sócio dominante nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição.

Não parece aceitável que esse direito possa corresponder a uma opção de venda suscetível de isentar os sócios livres dos riscos do seu investimento, ao mesmo tempo que lhes permite usufruir de eventuais valorizações, como sucederia se os sócios livres pudessesem exigir que a contrapartida tivesse como *data-valor* a da ultrapassagem do patamar dos 90% ou a do termo do prazo de seis meses referido no art. 490.º, n.º 2. Assim, afigura-se-nos que o momento determinante para a determinação da con-

<sup>73</sup> Neste sentido *vide* o Acórdão do Tribunal de Relação de Évora de 15/3/2007 (proc. 2806/06-3). COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS aparentemente discordam: “um sujeito que constitui com outro uma sociedade e fica com uma quota correspondente a 10% do capital social não vê o valor da sua participação (supervenientemente) reduzido pelo facto de um outro sócio alcançar a participação restante – sabia desde o início a desproporção existente...” Mas parece que os autores têm em vista o caso em que o minoritário queira impor a compra ao sócio originariamente titular da participação de 90% (daí que acrescentem: “Aliás, em uma tal situação não faria sentido o dever de comunicação previsto na parte final do n.º 1 do art. 490.º) – direito que, conforme resulta do que dizemos no texto, entendemos não lhe assistir –, e não o caso em que a participação é subsequentemente transmitida a um terceiro, que é a hipótese de que trata do Acórdão e em que tanto o direito de aquisição como, verificados os pressupostos indicados, o de alienação potestativa, devem ser reconhecidos (o sócio minoritário, em particular, sabia da desproporção desde o início, *mas sendo outra a sociedade dominante*). Cfr., ainda, sobre este ponto, o que dizemos infra, no ponto 12.

<sup>74</sup> ENGRÁCIA ANTUNES fala de um prazo de prescrição de 5 anos, a contar da data de aquisição da participação maioritárias relevante, mas o artigo que cita (o art. 174.º, n.º 3, do CSC) não nos parece de todo em todo aplicável – neste sentido COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS, ob. cit., pág. 168, em nota.

trapartida deve ser aquele em que o sócio livre fizer uso da prerrogativa concedida pelo art. 490.º, n.º 5.

8.8. Finalmente, cabe a referir a situação particular das sociedades comunitárias. Já referimos que as mesmas devem poder beneficiar do direito de aquisição potestativa, por força dos princípios da liberdade de estabelecimento e da não discriminação em função da nacionalidade. Pode dizer-se que, também nesta sede, as mesmas disporão, em alternativa a isso, da possibilidade de se prevalecer da autolimitação espacial legalmente prevista, para, não querendo arrogar-se o referido direito, tão-pouco se sujeitarem ao direito de alienação potestativa<sup>75</sup>.

Como é evidente, isto geraria uma situação de desigualdade entre as sociedades-mãe portuguesas e as sociedades-mãe comunitárias. Mas tal desigualdade não é aqui superável por um processo idêntico ao que acima defendemos – ou seja, mediante extensão às sociedades portuguesas do regime aplicável às sociedades comunitárias. Isto porque à regulamentação do art. 490.º subjaz, na intenção da lei, um equilíbrio entre os interesses do sócio maioritário (tutelados pela atribuição do direito de aquisição potestativa) e os interesses dos sócios minoritários (protegidos pelo direito de alienação potestativa, caso aquele direito de aquisição não seja exercido<sup>76</sup>), por mais discutível que tal equipendência se afigure, *de jure condendo*. Tornar facultativo o surgimento do direito de aquisição potestativa e, por via, disso, fazer abortar o direito de alienação potestativa, desequilibraria os pratos da balança, em favor da sociedade maioritária.

Tão pouco é caminho considerar inconstitucional a interpretação conjugada das normas contidas nos artigos 481.º do CSC, na parte em que impede o exercício do direito de alienação potestativa das participações dos sócios livres em face de sociedades com sede fora de território nacional, dentro da União Europeia ou fora dela, ao jeito do que fez o Tribunal Constitucional no seu Acórdão n.º 227/2015<sup>77</sup>.

<sup>75</sup> Defendendo, designadamente, que haveria aceitação ou repúdio do direito de aquisição potestativa consoante a sociedade-mãe comunitária procedesse ou não à comunicação prevista no art. 490.º, n.º 1, no prazo aí fixado.

<sup>76</sup> Note-se, de resto, que, por estranho que possa parecer, o direito de aquisição potestativa acaba por favorecer os próprios sócios minoritários: a possibilidade de um *squeeze-out* é de molde a fazer subir o valor de mercado de uma participação de pelo menos 90%, com o inerente aumento da contrapartida a pagar pelas participações minoritárias no caso de aquela ser objeto de transação – cfr. GRUNEWALD, Kölner Kommentar cit., pré-anotação 3 ao § 327<sup>a</sup>.

<sup>77</sup> Publicado no Diário da República, 2.a série, n.º 111, de 9 de junho de 2015. De notar que nos convence a argumentação constante dos votos de vencido, baseada no facto de a desigualdade resultar de as duas situações – a relativa à empresa portuguesa e a relativa

Nessa decisão, estimou-se ser inconstitucional “a interpretação conjugada das normas contidas no artigo 334.º do Código do Trabalho e no artigo 481.º, n.º 2, proémio, do Código das Sociedades Comerciais, na parte em que impede a responsabilidade solidária da sociedade com sede fora de território nacional, em relação de participações recíprocas, de domínio ou de grupo com uma sociedade portuguesa, pelos créditos emergentes da relação de trabalho subordinado estabelecida com esta, ou da sua rutura, por violação do princípio da igualdade, consagrado no artigo 13.º, da [Constituição da República Portuguesa]”, com base em que não “existe fundamento material bastante para que um trabalhador, em Portugal, ao serviço uma sociedade comercial pertencente a um grupo e dominada por uma sociedade estrangeira com sede noutro país possa ter, no plano da garantia dos créditos emergentes da relação laboral, um tratamento menos favorável do que um outro trabalhador em Portugal ao serviço uma sociedade comercial pertencente a um grupo e dominada por uma sociedade estrangeira com sede no nosso país”.

E não é caminho porque a violação do princípio da igualdade, na sua vertente da proibição do arbítrio, requer a prova de que a diferença de tratamento não tem a justificá-la motivos razoáveis. Ora esses motivos existem, quanto ao ponto que nos ocupa, no que concerne a sociedades estrangeiras extracomunitárias: se a lei não lhes reconhece um direito de aquisição potestativa (já que ele tende ao estabelecimento de uma relação de domínio total, de que elas não podem ser sujeitos ativos nem passivos), é justo que tão pouco se possa exercer contra elas um direito de alienação potestativa. Vistas as coisas do lado dos “sócios livres”, é razoável que eles não tenham um direito de alienação potestativa, onde tão pouco se lhes possa opor um direito de aquisição potestativa

Liquida-se do exposto que a inconstitucionalidade, a nosso ver, se tem de limitar à diferença de tratamento entre os sócios livres de uma sociedade cujo capital seja detido em pelo menos 90% por sociedades do art. 481.º, n.º 1, de uma banda, e por sociedades anónimas, por quotas ou em comandita por ações *comunitárias*, de outra banda. É que estas últimas têm à sua mercê escaparem ao campo de aplicação da norma de autolimitação espacial, bastando-lhes para tanto invocar a violação do direito de comunitário – no fundo, o serem investidas num direito de aquisição potestativa depende unicamente de quererem sê-lo. Não há, portanto,

a uma empresa estrangeira – se regerem por leis diferentes, integrando regimes legais de responsabilidade distintos (“a diferença é uma decorrência da aplicação da norma de conflitos, não dos regimes em si”).

fundamento razoável para que os sócios livres não possam impor-lhes a aquisição das suas participações.

## 9. Direito de dar instruções vinculativas

9.1. Criada uma relação de domínio total, a sociedade dominante passa a dispor do direito de dar à sociedade dependente instruções vinculantes; e essas instruções podem inclusivamente ser desvantajosas para a sociedade dependente desde que sirvam os interesses da sociedade dominante ou das outras sociedades do mesmo grupo<sup>78</sup>.

O interesse social individual da sociedade dependente é sacrificado em favor de um interesse empresarial alheio. A sociedade dominante pode dar instruções relativas às compras a fornecedores, a vendas, à suspensão de uma atividade, à criação de novas fábricas, a matérias financeiras, etc.

Isto significa, ao cabo e ao resto, que o fim de uma sociedade dependente acaba por ser ele mesmo objeto de uma modificação, por força da integração num grupo de sociedades. Ele já não consiste (necessariamente) na procura de um lucro *individual*; ao impor à sociedade dependente o dever de acatar instruções desvantajosas para si própria, contanto que benéficas para outras sociedades do grupo, a lei está no fundo a dizer-nos que, nessas situações, o seu fim é o de contribuir para a maximização do interesse do conjunto.

Como é bom de ver, por outra via, tem de haver proporcionalidade entre o sacrifício imposto à sociedade dependente e a vantagem obtida, direta ou indirectamente, pela sociedade dominante e/ou outra sociedade do seu grupo – se, *per saldo*, houver prejuízo (significativo) para o grupo, a instrução será ilícita.

9.2. Além disso, segundo a lei (art. 503.º, n.º 2), “em caso algum serão lícitas instruções para a prática de atos que em si mesmos sejam proibidos por disposições legais não respeitantes ao funcionamento de sociedades”. Não se conceberia, de facto, que não fossem ilícitas as instruções que contrariem normas de direito penal, fiscal, laboral, civil, etc..

9.3. Já a desnecessidade de acatamento das “disposições legais respeitantes ao funcionamento de sociedades” pode dar azo a dúvidas. Para nós,

<sup>78</sup> Não basta, por conseguinte, que sirvam os interesses de sociedades em outras relações de coligação com a sociedade dominante, designadamente as que com ela estejam em relação de domínio simples (com a possível exceção de sociedades detidas a 100%).

é claro que a ressalva tem como único fito autorizar instruções dirigidas ao órgão de administração da sociedade dependente no sentido de que este, no exercício das suas competências, se comporte de forma que seria legítima caso a sociedade fosse independente e tal órgão pudesse reputar os atos ou omissões em causa como vantajosos à luz do interesse de tal sociedade; mas a sociedade dominante, não pode, obviamente, dar instruções “para a prática de atos violadores de normas jurídico-societárias cogentes”<sup>79</sup>, ou, sequer, para os que envolvam desrespeito dos limites estatutários à atuação da administração da sociedade dependente.

9.4. O dever de acatar as instruções desvantajosas da sociedade dominante, por outro lado, cessa quando, numa avaliação correta e prudente, existirem dúvidas sobre a solvência da sociedade dominante; não podendo o interesse dos credores da sociedade dependente, nesse circunstancialismo, considerar-se devidamente acautelado pela “responsabilidade solidária” da sociedade dominante (que é o contrapeso daquele direito, durante a vigência da relação de domínio total), impõe-se que o órgão de administração desta volte a ter de orientar as suas decisões pela otimização do resultado (individual) da sua própria empresa<sup>80</sup>.

9.5. Muito controverso, finalmente, é o *que fazer* ao art. 503.º, n.º 4, do CSC<sup>81</sup>.

Uma corrente doutrinária entende este preceito à letra: “pela transmissão de sociedades de bens há de a sociedade dominada receber contrapartida justa”<sup>82</sup>. Outra orientação propõe uma interpretação restritiva: “(...) propendemos a interpretar o preceito como mero afloramento particular em sede de transmissões patrimoniais intragrupo, da doutrina geral subjacente a outros tipos de limite ao direito de instrução (...): assim, designadamente, à sociedade [dominante] estará vedado emitir instruções à administração da [dependente], que tenham por objeto ou efeito a trans-

<sup>79</sup> Adquirir ações próprias fora dos limites legais, conceder empréstimos a administradores, etc.: cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, ob. cit., pág. 734.

<sup>80</sup> Esta evolução face à posição por nós assumida no nosso artigo “A prestação gratuita de garantias e a assistência financeira no âmbito de uma relação de grupo” (*in Estudos em homenagem a Miguel Galvão Teles*, vol. II, págs. 413 e segs.) decorre do entendimento diferente que agora perfilhamos acerca da (in)aplicabilidade da responsabilidade por perdas às relações de domínio total: cfr., infra, o ponto 11.

<sup>81</sup> “É proibido à sociedade [dominante] determinar a transferência de bens do ativo da sociedade [dependente] para outras sociedades do grupo sem justa contrapartida, a não ser no caso do artigo 502.º”.

<sup>82</sup> COUTINHO DE ABREU, *Código...* cit., vol. VII, pág. 288.

ferência de bens do ativo desta, sempre que tal transferência não possa ser justificada por uma contrapartida vantajosa originada por seu intermédio para outra sociedade do mesmo grupo (...)"<sup>83</sup>.

A este segundo ponto de vista adere, designadamente, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA: "Uma interpretação teleológica e sistemática da norma revela, porém, que tal 'justa contrapartida' pode, também ela, consistir numa vantagem para a sociedade [dominante] ou para outra sociedade do grupo, não devendo proceder-se à sua apreciação em termos isolados (*i.e.*, círcunscritos à sociedade subordinada), o que seria contrário ao sistema normativo do art. 503.º e impediria, contra a *ratio juris*, uma afetação eficiente dos recursos e o consequente acréscimo de rentabilidade do grupo. A autonomização da regra do art. 503.º/4.º – que apenas se explicará pela sensibilidade da matéria – é, pois, objetivamente desnecessária e injustificada"<sup>84</sup>.

Em estudo anterior ocupámo-nos deste tema da proibição da restituição das entradas, que entre nós se retira dos arts. 31.º e segs.<sup>85</sup> (aos sócios só podem ser distribuídos bens se a assembleia geral assim o deliberar, e sob condição de que isso não seja feito à custa do capital e das reservas que a lei ou o contrato não permitem distribuir aos sócios), bem como da interdição de uma distribuição oculta de bens aos sócios que é corolário deste sistema.

Escrevemos então<sup>86</sup>:

"Uma sociedade pode evidentemente celebrar contratos com os seus sócios – ponto, porém, é que o faça nos termos em que, nas mesmas circunstâncias, se disporia a contratar com terceiros (*at arm's length*). Pelo menos quanto aos negócios que não se insiram no comércio da sociedade, haverá uma distribuição ilícita de bens sempre que a prestação da sociedade seja de valor superior à contraprestação do sócio (a menos que a diferença seja contrabalançada por outras vantagens atribuídas à sociedade). Por essa razão, a realização de uma prestação em benefício de um sócio sem uma justa contrapartida (...), ainda que porventura situada dentro da capacidade da sociedade, será como regra nula".

Logo a seguir, porém, acrescentámos:

"Nas relações de grupo, contudo, o princípio em causa não pode manter-se infrangível. A *Aktiengesetz* alemã, por ex., é expressa no sentido de que o § 57

<sup>83</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, ob. cit., pág. 747.

<sup>84</sup> *Manual...* cit., pág. 178.

<sup>85</sup> Na *Aktiengesetz* alemã, a proibição consta expressamente do § 57, (1): "as entradas não podem ser restituídas aos acionistas".

<sup>86</sup> *A prestação gratuita...* cit., pág. 419.

(que consagra a proibição da restituição das entradas) não é aplicável às prestações que se baseiem num contrato de subordinação. Assim o impõe aquela que é uma das principais razões de ser da admissibilidade das relações de grupo, qual seja a de permitir que os recursos das diversas empresas possam circular entre elas de forma a obter-se uma “maximização da eficiência produtiva e rentabilidade do todo económico” (GUNTHER TEUBNER). A proibição de distribuição oculta de bens tem consequentemente de recuar, de modo a permitir, dentro de certos limites, que sociedade diretora ou totalmente dominante determine a prática, em seu favor ou de outra sociedade do grupo, de negócios patrimoniais de qualquer tipo pela sociedade subordinada ou totalmente dependente, “por ex. a colocação à disposição de fundos ou a venda de bens por preço abaixo do seu justo valor”<sup>87</sup>.

Após reflexão mais aprofundada, entendemos dever rever este ponto de vista, de modo a circunscrevê-lo às relações de domínio total, deixando que o regime do art. 503.º, n.º 4 valha sem tais restrições no tocante às relações de grupo fundadas num contrato de subordinação, sem convenção de atribuição de lucros à sociedade diretora.

A parte final do art. 503.º, n.º 4 (“a não ser no caso do artigo 502.º”) resulta manifestamente de um lapso, a remissão deve considerar-se feita para o art. 508.º<sup>88</sup>, segundo o qual “o contrato de subordinação pode incluir uma convenção pela qual a sociedade subordinada se obriga a atribuir os seus lucros anuais à sociedade diretora ou a outra sociedade do grupo”.

Isto esclarecido, parece-nos que a teleologia da lei é a seguinte; não sendo pactada a dita convenção, os sócios livres têm direito aos lucros que lhes correspondam, na parte em que os mesmos porventura excedam os montantes garantidos nos termos do art. 500.º. O art. 503.º, n.º 4, quer tutelar esse direito, impedindo que a sociedade diretora se aproprie dos lucros *por antecipação*, mediante a transferência de bens do ativo da sociedade subordinada para outras sociedades do grupo sem contrapartida, ou mediante uma contrapartida inferior ao seu justo valor.

Só que esse problema não se suscita a respeito das sociedades em relação de domínio total, onde não há sócios livres – donde que o art. 503.º, n.º 4, tenha de ser interpretado restritivamente, em conformidade. Os únicos interesses a proteger neste contexto são os dos credores: e, do ponto

<sup>87</sup> ALTMEPPEN, *Aktiengesetz, Münchener Kommentar*, 2.ª edição, anotação 97 ao § 308.

<sup>88</sup> RAÚL VENTURA, *Novos estudos sobre sociedades anónimas e sociedades em nome coletivo*, págs. 116 e seg.

de vista destes, tanto dá que os lucros<sup>89</sup> sejam distribuídos às claras, como que tal ocorra de forma oculta, mediante a transmissão de bens do ativo da sociedade para outras sociedades do grupo a *preços de transferência* (ou seja, a preços inferiores aos que seriam praticados em negócios *at arm's length*)<sup>90</sup>.

## 10. Responsabilidade pelas dívidas da sociedade dependente

10.1. Na “Exposição de Motivos do Projeto de Diretiva Comunitária” sobre os grupos de sociedades, explica-se ao que vem a responsabilidade da sociedade diretora ou totalmente dominante para com os credores da sociedade subordinada em matéria de grupos societários, consagrada entre nós no art. 501.º: “A sociedade dominante obtém, em virtude de contrato de domínio [ou da relação de domínio total], o direito de submeter a outra sociedade à sua direção, de a utilizar para os seus próprios fins, e de lhe dar instruções. Fazendo-o, não é necessário que ela tenha em conta os interesses particulares da sociedade: mesmo quando uma instrução é prejudicial a esta última, mas é justificada pelo interesse do grupo, ela permanece vinculante. Ora, num tal sistema, os credores da sociedade têm necessidade de uma proteção especial, tanto mais que as disposições do direito das sociedades em matéria de afetação do património social são suspensas pelo funcionamento do próprio grupo”<sup>91</sup>.

Sobre esta matéria já muito foi escrito. Pela nossa parte, gostaríamos apenas de consignar a nossa adesão à tese segundo a qual a responsabilidade da sociedade dominante pelas dívidas da sociedade dependente,

<sup>89</sup> Como referimos no nosso estudo citado (pág. 422), “só bens considerados como lucros, nos termos dos arts. 31.º e segs., podem ser distribuídos à sociedade totalmente dominante [ou a outras sociedades do grupo], tanto de forma declarada como de forma oculta. O princípio da proibição da restituição das entradas, genericamente aplicável a toda a distribuição oculta de bens, não é assim totalmente postergado, continuando a valer para as distribuições (sejam aparentes ou ocultas) que comprometam a integridade do capital social e das reservas não distribuíveis”. Sobre como o princípio da proibição da distribuição oculta de lucros apenas se justifica em vista das proteção das minorias, *vide* TIM DRYGALA, *in Kölner Kommentar* cit., anotação 13 ao § 57.

<sup>90</sup> Por força desta interpretação restritiva, na relação de domínio total será, portanto, admissível a instituição de um sistema de *cash pooling*, que envolva transferências patrimoniais diárias, o mesmo valendo para a relação de grupo baseada num contrato de subordinação contanto que este inclua uma convenção de atribuição de lucros à sociedade diretora ou a outra sociedade do grupo. Um contrato de subordinação sem essa convenção perderá, assim, muito da utilidade que em teoria lhe é atribuída.

<sup>91</sup> Versão do Projeto de 1984, Doc. III/1639-84/CEE, págs. 44 e segs.

contraídas antes da constituição da relação de domínio total ou durante a respetiva vigência, não cessa quando cessa tal relação – que é, aliás largamente dominante na nossa doutrina, e sufragada pela jurisprudência<sup>92</sup>.

Importa aditar que, do nosso ponto de vista, a responsabilidade da sociedade dominante pelas dívidas da sociedade dependente anteriores ao início da relação de domínio total nasce no momento em que tal relação se constitui, ao passo que a responsabilidade pelas dívidas contraídas durante a vigência da relação é contemporânea do surgimento dessas obrigações. Neste ponto é que divergimos de MENEZES CORDEIRO, cuja posição, contra o que por vezes se afirma, não é bem no sentido de que a dita responsabilidade cessa com a cessação da relação de grupo (MENEZES CORDEIRO, *of all people*, não ignora que a extinção de uma dívida só pode ter lugar pelas formas legalmente admissíveis), mas antes que a mesma *não chega sequer a constituir-se* se “30 dias sobre a constituição em mora da sociedade [dependente]” (art. 501.º, n.º 2) não decorrerem durante a vigência da relação de domínio total<sup>93</sup>, ou se, de qualquer dos modos, o suposto direito potestativo que origina a responsabilidade não for exercido pelo credor antes de ter cessado a relação de domínio total (o que em boa verdade, no quadro da construção de Menezes Cordeiro, *consome* a ressalva anterior).

Esta posição, porém, choca com o disposto no art. 501.º, n.º 2, em que o decurso do prazo de 30 dias sobre a constituição em mora da sociedade subordinada é configurado como mero pressuposto da *exigibilidade* de uma responsabilidade pré-existente, criada pelo art. 501.º, n.º 1 relativamente a quaisquer dívidas constituídas antes ou depois da constituição da relação de domínio total, até ao termo desta, sem dependência de outros requisitos. E, sobretudo, não se coaduna de todo em todo com a própria finalidade da responsabilidade em causa: não é minimamente razoável que a sociedade dominante possa pôr e dispor da sociedade dependente, dar-lhe ordens prejudiciais em proveito próprio, comprometer por essa via a garantia dos credores, e, depois, sair incólume de

<sup>92</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, ob. cit., pág. 909, CARVALHO FERNANDES/JOÃO LABAREDA, ob. cit., pág. 23 (nota 17), ANA PERESTRELO OLIVEIRA, *in Código* cit., pág. 1207 e *Manual...* cit., págs. 212 e segs.. Quanto a decisões judiciais, cita-se o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 31 de maio de 2005 (proc. 05A1413, relator FERNANDES MAGALHÃES).

<sup>93</sup> “O prazo de 30 dias é constitutivo da responsabilidade da sociedade garante (...) Se a situação de domínio total cessar durante o período de 30 dias (...) a conclusão é inevitável: no momento da constituição da garantia (o termo desse período), não ocorre a situação básica constitutiva. Esta nem chega a surgir” (MENEZES CORDEIRO, *A responsabilidade da sociedade* cit..., pág. 109).

cena, deixando-os *holding the bag*, mediante a pura e simples cessação da relação de domínio total.

## 11. Responsabilidade por perdas

Tomada à letra a remissão operada pelo art. 491.º, o referido direito de dar instruções (incluindo instruções desvantajosas para a sociedade dependente) é contrabalançado não só pela responsabilidade da sociedade dominante pelas dívidas da sociedade dependente, como, ademais, pela obrigação imposta à sociedade dominante de compensar as perdas anuais em que, por qualquer razão, a sociedade dominada incorra durante a vigência da relação de domínio total, *sempre que estas não forem compensadas pelas reservas constituídas durante o mesmo período*.

A aparente aplicação desta última responsabilidade às relações de domínio total resulta justamente, a nosso ver, de a disciplina desta categoria de relações ser conformada através de uma remissão, acrítica e indiferenciada, para o regime das relações assentes num contrato de subordinação, *sem que a diversidade das constelações de interesses em presença tenha sido devidamente sopesada*.

Os alemães distinguem. A responsabilidade por perdas intervém nos contratos de subordinação: “o valor contabilístico do património da sociedade dependente, tal como existente à data da celebração do contrato, mantém-se por via dela [da responsabilidade pelos prejuízos] intacto, e fica à disposição dos credores para satisfação dos seus direitos”<sup>94</sup>. Mas, findo o contrato, “os credores são privados dessa garantia. Existe o risco de que a sociedade [subordinada] não possa continuar a agir no mercado de forma rentável e se torne insolvente no curto ou no longo prazo”. Daí que, aquando do termo do contrato de subordinação, a sociedade diretora seja obrigada a oferecer garantias adequadas aos credores que as requeiram (sendo que a garantia pode sempre consistir na prestação de uma fiança, *por opção da dita sociedade diretora*).

Já no caso da *Eingliederung*, a sociedade principal tem de compensar as perdas da sociedade “integrada” *apenas na medida em que o capital próprio desta se torne inferior ao capital social*<sup>95</sup>. A proteção dos credores advém fundamentalmente da responsabilidade solidária da sociedade principal pelas dívidas da sociedade integrada. Contudo, como essa responsabilidade só reveste conteúdo útil no pressuposto de que a sociedade principal seja

<sup>94</sup> Vide ALTMEPPEN, ob. cit., anotação 2 ao § 303. Cfr., porém, o que dizemos na nota 100.

<sup>95</sup> E este não tenha sido objeto de redução: cfr., infra, nota 107.

solvente (e de que assim se manterá) dá-se a quem, aquando do registo da operação, for titular de créditos ainda não vencidos, a possibilidade de se precatar, exigindo a prestação de garantias.

Isto posto: a irrazoabilidade do nosso regime legal salta positivamente à vista, olhadas as coisas da perspetiva dos credores. A responsabilidade por perdas equivale a uma responsabilidade *indireta* da sociedade diretora ou totalmente dominante: os credores da sociedade dependente poderão penhorar o correspondente *crédito* e pagar-se pelas forças do respetivo valor<sup>96</sup>. Ora, como é patente, semelhante responsabilidade indirecta (mais a mais sendo exigível apenas após o termo do contrato de subordinação ou da relação de domínio total – art. 502.º, n.º 2) apresenta-se como irrelevante para os credores da sociedade subordinada ou dependente – não lhes confere *um só grama de protecção adicional* –, atento que eles dispõem da possibilidade de atacar *diretamente* as referidas entidades, a coberto da responsabilidade solidária legalmente instituída<sup>97</sup>.

Isto que dizemos, porém, não é pacífico. Há quem entenda, de facto, “que a norma do art. 502.º protege igualmente os interesses dos credores da sociedade (...) dominada, que veem aumentar a massa patrimonial responsável pelo cumprimento das suas obrigações”<sup>98</sup>.

É mister tratar o ponto, pois, de modo mais desenvolvido.

Figuremos então a situação em que a sociedade dependente X tinha, no início da relação de domínio total, um capital próprio de 1.000.000 euros, e que agora, no termo dessa relação, o seu capital próprio é de apenas 600.000 euros, por força da ocorrência de prejuízos no entremes.

Pergunta-se: um credor da sociedade X, qualquer que seja o montante do seu crédito, tira alguma vantagem do facto de a esta sociedade assistir o direito de exigir da sociedade dominante Y uma compensação de 400.000 euros pelas perdas sofridas? Será que, nesse caso, ele vê realmente “aumentar a massa patrimonial responsável pelo cumprimento” do seu direito?

Segundo cremos, a resposta é manifestamente negativa. O direito aos 400.000 € é satisfeito à custa de outra “massa patrimonial responsável pelo cumprimento” (o património da própria sociedade Y, enquanto responsável solidária)! Não existindo tal direito, os 400.000 € responderiam

<sup>96</sup> Vide ALTMEPPEN, ob. cit., anotação 2 ao § 302.

<sup>97</sup> No sentido também de que a nossa lei cumula uma proteção direta com uma proteção indireta, cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, ob. cit., pág. 818.

<sup>98</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual...* cit., pág. 238.

à mesma perante o dito credor, conquanto integrados no património da sociedade dominante<sup>99</sup>. É um jogo de *soma zero*<sup>100</sup>.

Não sendo a responsabilidade por perdas estabelecida em benefício dos credores<sup>101</sup>, resta apenas uma possibilidade – a de ela estar ao serviço da proteção dos interesses dos sócios livres da sociedade subordinada. É em socorro destes que o legislador intervém, procurando assegurar que as suas participações, no termo da relação de grupo, tenham, pelo menos, o valor contabilístico que tinham quando a mesma se iniciou<sup>102</sup>.

Não havendo, nas relações de domínio total, sócios livres, e estando, insiste-se, a tutela dos credores da sociedade dependente já suficientemente assegurada pela responsabilidade instituída pelo art. 501.º (bem como pelas regras aplicáveis ao processo de insolvência)<sup>103</sup>, justifica-se,

<sup>99</sup> E não se diga que o credor da sociedade dependente tem nesse caso de concorrer com os credores da sociedade dominante, pois que também o direito à compensação das perdas não está a salvo desse concurso – e terá (ou teria) até, segundo certa interpretação, caráter subordinado, no caso de insolvência da sociedade dominante, nos termos dos arts. 48.º, al. b) e 49.º, n.º 2, al. b), do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

<sup>100</sup> Por isto mesmo não procede este raciocínio de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA: “não se invoque, pois, a existência de outras formas de proteção dos credores da sociedade dominada credores da sociedade totalmente dominada para defender que estaria meramente em causa a tutela dos sócios livres da sociedade subordinada de tal maneira que a obrigação não valeria em caso de domínio total. O argumento prova demais, considerando que os sócios gozam também eles próprios, de outras formas de proteção, em especial da garantia lucros, prevista no art. 500.º, e nem por isso se nega que são beneficiários da proteção do art. 502” (ob. cit., pág. 238). É que, relativamente aos sócios livres, os arts. 500.º e 502.º tutelam interesses diferentes: este último cuida do capital investido, o primeiro da respectiva remuneração; ao invés, no que concerne aos credores, os arts. 501.º e 502.º tutelariam um mesmo e único interesse.

<sup>101</sup> Segundo ENGRÁCIA ANTUNES (ob. cit., págs. 834 e seg.) os credores sociais não têm legitimidade ativa para o exercício do direito à compensação de perdas por nada ter sido previsto que pudesse fundamentar semelhante pretensão, “além de que a proteção da sua posição jurídica já se encontra suficientemente assegurada pelo disposto no art. 501.º”.

<sup>102</sup> Assim a formulação corrente. Em perfeito rigor, o que é assegurado é que o valor contabilístico não é reduzido *em virtude da ocorrência de prejuízos* (mas já não, obviamente, em consequência da distribuição de bens, de que os sócios livres podem até ser também beneficiários).

<sup>103</sup> No sentido de que a proteção do art. 502.º nada acrescentaria à outorgada pelo art. 501.º. Não negamos que haja um *deficit* de proteção, *mas situado a montante*, decorrente do facto de a lei portuguesa não reconhecer um direito de oposição dos credores, em moldes semelhantes aos previstos nos arts. 101.º-A e segs., em matéria de fusão de sociedades: só que o risco de gripe previne-se com a devida vacina, e não, depois da exposição ao vírus, tomando em dobro o medicamento antigripal... Por outra via, se é certo que, do ponto de vista dos credores, a tutela do art. 502.º nada acrescentaria à outorgada pelo art. 501.º, já a inversa não é verdadeira, como o demonstra a solução alemã de, nos contratos de subordinação, cumular a responsabilidade dos prejuízos a cargo da sociedade dominante

segundo julgamos, uma *redução teleológica* do art. 491.º, de modo a excluir o art. 502.º do bloco de normas remitidas<sup>104</sup>.

Em sentido contrário, pronuncia-se ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, que, além do argumento baseado na tutela dos credores, que vem de apreciar-se, esgrime com o interesse da sociedade dependente:

“(...) a lei tutela diretamente a sociedade dominada, que vê a sua autonomia coartada e que passa a surgir como sociedade de soberania limitada, correndo o risco de que o seu interesse seja postergado face ao interesse de outras sociedades do grupo. Mesmo no caso de domínio total, a sociedade mantém a sua personalidade e independência, justificando-se a sua proteção: é indubitável que o art. 502.º tem, centralmente, a *ratio de tutela* da própria sociedade subordinada ou dominada, diretamente afetada pelo poder de direção da sociedade diretora ou dominante”<sup>105</sup>.

Com o devido respeito, discordamos em absoluto.

A mera invocação da personalidade jurídica da sociedade cujo capital seja integralmente detido por uma só entidade não basta para lhe reconhecer um interesse próprio, diverso do que seja o interesse do seu sócio único, no pressuposto de que são respeitadas as disposições legais cogentes endereçadas à proteção dos credores<sup>106</sup> – *e, aliás, quer exista quer não exista*

com o direito conferido aos credores de, aquando do termo do contrato de subordinação, exigirem a prestação de garantias (§ 303 da *Aktiengesetz*). Isto porque a responsabilidade pelos prejuízos, como acima referido, apenas repõe o *valor contabilístico* da sociedade dependente tal como existente à data do início de vigência do contrato de subordinação, o que pode não ser por si só bastante para assegurar a viabilidade da dita sociedade e a satisfação das dívidas contraídas (*maxime* das que não se encontrem ainda vencidas). Em suma; sendo a proteção redundante para os credores a decorrente do art. 502.º essa é que deve cair, independentemente de, porventura, de um prisma estritamente literal, a última vírgula do art. 501.º, n.º 1, dar algum conforto à tese de que a responsabilidade pelas obrigações da sociedade dependente só subsiste até ao termo da relação de domínio total: a imprecisão é desculpável, o estalão não pode ser Oscar Wilde (“*I'm exhausted. I spent all morning taking out a comma and all afternoon putting it back*”).

<sup>104</sup> Também neste ponto, por conseguinte, nos afastamos do ponto de vista expresso no nosso *A prestação gratuita* cit..

<sup>105</sup> *Manual...* cit., pág. 237. Em sentido análogo o Acórdão do STJ de 31/5/2011, proferido no processo 35/1997.L1.S1 (relator SALAZAR CASANOVA).

<sup>106</sup> Vide PETER ULMER, *Der Gläubigerschutz im faktischen GmbH-Konzern beim Fehlen von Minderheitgesellschaften*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1984, pág. 418. Como nota ZÖLLNER (in BAUMBACH/HUECK, *Kommentar zum GmbH*, 15.ª edição, pré-anotação 34 ao § 35), a hipostasiação de um interesse próprio da sociedade, oponível ao sócio único ou à universalidade dos sócios, é incongruente com a possibilidade que estes têm de a qualquer momento dissolver a sociedade.

*relação de domínio total<sup>107</sup>. Não havendo pluralidade de sócios, um interesse na subsistência da sociedade só poderá prevalecer sobre o interesse do sócio único em homenagem aos interesses de terceiros e nessa estrita medida<sup>108-109</sup>.*

Vistas bem as coisas, a quem aproveitaria uma responsabilidade por perdas, no quadro de uma relação de domínio total? Ou *a ninguém*, ou, como *windfall gain*, aos adquirentes de participações no respetivo capital...

Suponhamos, de facto, que, admitindo-se a responsabilidade pelos prejuízos, a relação de domínio total terminava por a sociedade domi-

<sup>107</sup> *Mas por maioria de razão*, existindo uma tal relação, já que o direito de dar instruções vinculantes, nos termos em que o configuramos, coloca o património da sociedade dependente à disposição da sociedade dominante – ainda que só na parte em que o mesmo exceda a cifra do capital social e das reservas não distribuíveis (pelo que a proteção dos credores advém, não apenas da responsabilidade decorrente do art. 501.º, como da necessidade de acatar os limites à distribuição de bens previstos no art. 32.º, ainda que a distribuição seja oculta).

<sup>108</sup> Além dos interesses dos credores, apenas os dos trabalhadores são em geral invocados. Mas o direito à compensação de perdas, a existir, claramente não estaria ao serviço desses interesses. Na verdade, na medida em que apenas almejaria a que fosse “reposto” o valor contabilístico do capital próprio, não seria de molde a assegurar a *subsistência da atividade da empresa*, e, por via disso, a manutenção dos postos de trabalho.

<sup>109</sup> Recorrendo uma vez mais à lição da doutrina alemã: a responsabilidade por perdas, no quadro de uma *Eingliederung*, apenas existe, segundo a *Aktiengesetz*, e consoante se referiu já, suposto que tais perdas levem a que a sociedade passe a ter um capital próprio inferior ao capital social, e sob condição, ademais, de que (e na medida em que) este último não seja reduzido pelo montante dessa diferença” (GRUNEWALD, *Münchener Kommentar cit.*, anotação 10 aos §§ 325 e 326). A justificação parece à primeira vista aceitável: “desta forma, consegue-se evitar, em regra, que a sociedade (...) apresente permanentemente um património líquido inferior ao seu capital social. Uma pessoa jurídica só deve ter a possibilidade de existir se o seu capital social se encontrar integralmente coberto. Se a sociedade principal não quiser aceitar esta consequência, deve transferir a atividade da sociedade “integrada” para um estabelecimento sem autonomia”. Ainda assim, autores da craveira de KOPPENSTEINER criticam severamente o bem fundado da solução. O citado argumento de que uma sociedade não pode apresentar permanentemente um património líquido inferior ao seu capital social nada esclarece. Também a referência de GODIN/WILHELM à possibilidade de cessação da *Eingliederung* não explica coisa nenhuma. “Pois também neste caso não há interesses dignos de tutela que não sejam protegidos por via diversa. O mesmo se diga quanto à capacidade ulterior de sobrevivência. Os acionistas minoritários ou não existem ou – no caso de terem adquirido as suas ações [posteriormente ao termo da *Eingliederung*] – não carecem de proteção. Os credores são protegidos pelo § 322 [responsabilidade solidária da sociedade principal]”. E conclui: nem sequer o próprio regime do § 302 [em que a responsabilidade pelos prejuízos abarca todos os que não tenham sido compensados pelas reservas constituídas durante o período de vigência do contrato de subordinação] permitiria assegurar essa capacidade, pelo que “o princípio da cobertura das perdas da sociedade integrada constitui uma regra desprovida de sentido político-jurídico” (KOPPENSTEINER, ob. cit., anotação 3 ao § 324).

nante ou a sociedade dependente deixar de ter a sua sede em Portugal, ou por a sociedade dependente ser dissolvida; o montante em que o ativo desta última sociedade excedesse a essa data a totalidade do passivo (pelo qual a sociedade dominante seria em qualquer caso responsável) "pertenceria" à sociedade dominante, enquanto sócia única, razão pela qual, liquidado ou adequadamente garantido tal passivo, poderia promover-se sem nenhum obstáculo a extinção do "crédito" emergente da responsabilidade pelas perdas (mediante prévia redução do capital social, se necessário fosse).

Atentemos agora na hipótese de a cessação decorrer do facto do capital da sociedade dependente deixar de pertencer à sociedade dominante. Uma de duas: ou o crédito à compensação dos prejuízos (admitindo uma vez mais que existisse) era tido em conta na fixação do valor do preço das participações adquiridas – e estariamos reconduzidos, em substância, ao cenário anterior; ou, na hipótese contrária, o adquirente resultaria enriquecido, sem causa justificativa<sup>110</sup>.

<sup>110</sup> Para ilustrar este ponto, servimo-nos de um exemplo tirado da jurisprudência alemã (ligeiramente simplificado): uma sociedade de responsabilidade limitada alemã autorizou uma empresa americana a utilizar uma marca que lhe pertencia; nesse negócio foi representada pelo seu sócio único, como procurador. Depois de o sócio único ter vendido as quotas a terceiro a sua ex-sociedade demandou-o, peticionando uma indemnização pelos prejuízos decorrentes do facto de ter tido de readquirir a marca, por um valor considerável. O Supremo Tribunal alemão considerou improcedente a ação, com o argumento de que a pretensão deduzida só teria cabimento se a autorização para a utilização da marca tivesse tido lugar contra a vontade da sociedade, ou ao arrepio dessa vontade – esclarecendo que não há margem para conjecturar uma vontade da sociedade distinta da que for a do seu sócio único (ou do conjunto de todos os seus sócios), pelo menos nos casos em essa vontade não ponha em perigo a existência da sociedade. Cfr. MARTIN WINTER, *Eigeninteresse und Treupflicht bei der Einmann-GmbH in der neuren BGH-Rechtsprechung*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1994, pág. 571 e segs.. Como nota este autor (pág. 593), o dever de lealdade do sócio único ou da universalidade dos sócios não pode servir para suprir lacunas das *representations and warranties* previstas no contrato de compra e venda de participações, nem de fundamento para que a sociedade, sob um novo controlo, pretenda sancionar a gestão anterior caucionada pelo sócio único ou por todos os sócios, com o argumento de a mesma ter sido "objetivamente prejudicial". Relativamente ao "pôr em perigo a existência da sociedade", a que acima se fez referência, têm-se em vista a hipótese de a sociedade dominante retirar o património à sociedade participada, levando à extinção desta à margem de um processo ordenado de dissolução (cfr. GRUNEWALD, ob. cit., anotação 3 ao § 323).

## 12. A cessação da relação de domínio total

Segundo o art. 489.º, n.º 4, "A relação de grupo termina a) Se a sociedade dominante ou a sociedade dependente deixar de ter a sua sede em Portugal; b) Se a sociedade dominante for dissolvida; c) Se mais de 10% do capital da sociedade dependente deixar de pertencer à sociedade dominante ou às sociedades e pessoas referidas no artigo 483.º, n.º 2)".

Como observam COUTINHO DE ABREU/SOVERAL MARTINS esta enumeração não é exaustiva: "além destas causas de cessação da relação de grupo, *outras* há. Nomeadamente a *fusão* da sociedade dominada com a dominante, a incorporação daquela em sociedade alheia ao grupo (...), ou a transformação da dominante ou dominada em sociedade em nome coletivo ou em comandita simples"<sup>111</sup>.

Também a declaração de insolvência da sociedade dependente faz terminar a relação de grupo, pois o direito de dar instruções vinculativas não é evidentemente compatível com os poderes legalmente conferidos ao administrador da insolvência.

Na hipótese prevista no art. 489.º, n.º 4, al. c), cabem não apenas os casos em que "a sociedade dominante ou as sociedades e pessoas referidas no artigo 483.º, n.º 2" alienam participações no capital da sociedade dominante, como aqueles em que determinadas participações deixam de ser imputáveis à sociedade dominante por o respetivo titular ter deixado de estar em relação de grupo com a sociedade dominante ou de deixado de ser titular dessas participações por conta da sociedade dominante ou de outra sociedade do grupo da sociedade dominante.

Ainda a respeito da norma em apreço, há um ponto que causa grande perplexidade. Temos aqui em vista a circunstância de a lei apenas considerar finda a relação de domínio total se deixar de pertencer à sociedade dominante ou às sociedades e pessoas referidas no artigo 483.º, n.º 2 *mais de 10% do capital da sociedade dependente*. Aparentemente, pois, "a participação totalitária, sendo embora pressuposto da constituição de relação de grupo (...) não é necessária para a manutenção desta: a relação mantém-se a sociedade dominante, apesar de perder o domínio total, continuar com participação (direta ou indireta) na dominada correspondente a 90% ou mais do capital desta"<sup>112</sup>.

<sup>111</sup> Ob. cit., págs. 134 e seg..

<sup>112</sup> COUTINHO DE ABREU, *in Código...* cit, pág. 134.

ENGRÁCIA ANTUNES vê bem o problema:

“(...) esta implícita afirmação da existência de um “domínio total” onde na realidade apenas existe, afinal e por definição, um domínio maioritário, conflituaria com o próprio sentido subjacente ao regime jurídico que a lei associou a este tipo de relação de coligação. Na realidade, o desaparecimento da situação de unipessoalidade significa necessariamente a entrada de novos sócios (minoritários) no seio da sociedade totalmente dominada, cujos interesses não poderão encontrar uma tutela suficiente no quadro do regime jurídico de uma relação de grupo onde – como sucede com aquela que é constituída por domínio total – o legislador prescindiu comprehensivelmente de quaisquer medidas especiais de proteção para tais sócios minoritários (semelhantes às estabelecidas em favor dos sócios livres de uma sociedade subordinada: cfr. arts. 494.º, 499.º e 500.º), pela simples mas decisiva razão de que se arrancou do pressuposto da unipessoalidade”<sup>113</sup>.

Já a justificação encontrada não nos parece minimamente satisfatória: em primeiro lugar, diz-se, não faria muito sentido atribuir relevância extintiva à alienação de frações de capital em montante insuficiente para pôr a sociedade dominante a salvo do dever de aquisição das frações alienadas (“paradoxal mas inelutavelmente”, a sociedade alienante acabaria recolocada “numa posição de sujeição relativamente ao renascimento do mesmo domínio total, por força do exercício dos direitos potestativos dos sócios minoritários”)<sup>114</sup>; e, em segundo lugar, aventa-se que proteção dos sócios minoritários decorreria justamente do direito de alienação compulsiva consagrado nos n.ºs 5 e 6 do art. 490.º, que, alegadamente, lhes assistiria<sup>115</sup>.

O primeiro argumento não colhe. Os supostos direitos potestativos dos sócios minoritários, mesmo dando de barato que existissem e que todos

<sup>113</sup> Ob. cit., pág. 906.

<sup>114</sup> Ob. cit., págs. 867 e seg., em nota

<sup>115</sup> Ob. cit., pág. 907: “o art. 490.º veio prever um regime especial para o caso daquelas sociedades em cujo capital outra sociedade seja titular de uma participação maioritária igual ou superior a 90%, acomodando de algum modo os interesses da sociedade participante e dos sócios minoritários da sociedade participada através do reconhecimento respetivo de direitos potestativos de aquisição (“compulsory purchase”) e de alienação (“reverse compulsory purchase”) relativamente às frações de capital remanescente. Ora este normativo aplica-se indistintamente qualquer que seja o passado de coligação intersocietária das sociedades envolvidas, podendo servir de suporte operativo tanto para o caso da passagem de sociedades em relação de domínio simples a uma relação de grupo por domínio total, como para o caso inverso de sociedades que, encontrando-se já em relação de grupo por domínio total, vejam entretanto a participação totalitária que as une descer para montantes superiores à fasquia legal (...).”

os sócios os exercessem, nunca colocariam a sociedade dominante numa posição de sujeição relativamente ao renascimento da relação de domínio total. Desde logo, a sociedade dominante poderia ser sempre alienar outras frações de modo a nunca voltar a deter a integralidade do capital; e, mesmo onde isso sucedesse, estaria sempre nas suas mãos obviar ao renascimento da relação de domínio total, abstendo-se de aprovar a deliberação a que se refere o art. 489.º, n.º 2, al. c).

Seja como for, não aceitamos, justamente, de todo ou em todo, que o referido direito venha à liça quanto a “sociedades que, encontrando-se já em relação de grupo por domínio total, vejam, entretanto, a participação totalitária que as une descer para montantes superiores à fasquia legal”.

Consoante tivemos ocasião de notar supra, o disposto no art. 490.º aplica-se, única e exclusivamente, quando uma sociedade ultrapasse a fasquia dos 90% do capital de outra, sem chegar, porém, aos 100%. Depois de atingidos os 100%, a aplicação dos n.ºs 2 a 6 do art. 490.º só volta a ter lugar, relativamente a uma mesma sociedade dominante, se a participação desta descer aquém dos 90% e esta barreira for depois, de novo, ultrapassada.

De outra forma, como impedir que o art. 490.º interviesse em consequência de qualquer variação da participação maioritária dentro do intervalo situado entre os 90% e os 100% (o que seria um rematado absurdo)?

Já atrás demos também conta das nossas reticências quanto aos méritos do direito de alienação potestativa. Como quer que seja, parece claro que ele depende de uma *alteração das condições do investimento*, ou seja, é preciso que os sócios minoritários tenham passado de uma situação em que as suas participações, globalmente consideradas, representavam mais de 10% do capital social, para outra em que se quedam aquém dessa percentagem (ou que o patamar dos 90% seja atingido por uma terceira entidade).

Não tem nenhum sentido que um minoritário que adquire 5% do capital social de uma sociedade ao sócio que o detinha a 100% seja sujeito passivo de um direito de aquisição potestativa em benefício da entidade alienante, tal como não tem que ele (que aceitou, aquando da aquisição, a situação de “desproporção”) possa impor ao vendedor a recompra dessa participação.

Assim como não seria admissível – acrescente-se – que o legislador abandonasse à sua sorte o sócio minoritário que, por algum motivo, não aceitasse a oferta que a sociedade dominante estivesse obrigada a fazer<sup>116</sup>.

<sup>116</sup> Inclusive por estar impedido de o fazer! Pense-se, por exemplo, na hipótese de o sócio adquirente de uma participação se ter obrigado a não aceitar a oferta, bloqueando inclusi-

Em consequência, julgamos que o art. 489.º, n.º 4, deve ser objeto de uma interpretação corretiva, de tal sorte que a relação de domínio total termina se a sociedade dominante e/ou as sociedades e pessoas referidas no artigo 483.º, n.º 2, deixarem de deter 100% do capital social da sociedade dependente.

vamente as suas ações durante o período da mesma. E não vale evidentemente contrapor que ele não terá então senão de se queixar de si próprio – uma sociedade *leonina* não deixa de ser proibida lá porque lhe dão o seu acordo a raposa e o burro...



**RESUMO:** A Comissão Executiva constitui um órgão social de assinalável relevância na grande sociedade anónima. O presente artigo tem por objeto a questão da sua natureza jurídica no universo da delegação de poderes de gestão, bem como uma breve análise de alguns aspectos do respetivo regime jurídico (designação, composição, funcionamento, competências, direitos e deveres).

**Palavras-chave:** Sociedade Anónima; Conselho de Administração; Comissão Executiva; Delegação de Poderes; Gestão Social.

**ABSTRACT:** The Executive Committee is a relevant corporate organ or body of the modern large, publicly-held corporations. This paper aims at assessing its legal nature, as well as briefly analysing some of the major aspects of its legal framework, including its nomination, composition, functioning, powers, rights and duties.

**Keywords:** Corporation; Board of Directors; Executive Committee; Corporate Management; Delegation of Management Powers.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES

## A comissão executiva. Breves reflexões sobre a sua natureza e o seu regime jurídico

### 1. Noção e Sentido Geral

I. A Comissão Executiva – prevista no art. 407.º, n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais<sup>1</sup> e igualmente conhecida no âmbito de outros ordenamentos jurídicos estrangeiros (“Executive Committee”, “Comitato Esecutivo”, “Comisión Ejecutiva”) – consiste no órgão de uma sociedade anónima no qual o Conselho de Administração delega os seus poderes de gestão corrente da sociedade.<sup>2-3</sup>

<sup>1</sup> Doravante abreviadamente CSC.

<sup>2</sup> Sobre a figura no direito português, vide MARTINS, A. Soveral, *Comissão Executiva, Comissão de Auditoria e Outras Comissões na Administração*, in: AAVV, “Reformas do Código das Sociedades”, 243-275, Almedina, Coimbra, 2007; MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011; FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; SANTOS, I. Coelho, *Da Administração Delegada nas Sociedades Anónimas*, Diss., Porto, 2009.

<sup>3</sup> Sobre a figura no direito comparado, vide ARTIGAS, F. Rodriguez, *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración (La Delegación en el Órgano Administrativo de la S.A.)*, Montecorvo, Madrid, 1971; BONELLI, Gianluca, *L'Amministrazione Delegata*, Diss., Torino, 2001; BORGIOLO, Alessandro, *L'Amministrazione Delegata*, Nardini, Firenze, 1982;

II. Nos termos gerais, como é consabido, o Conselho de Administração de uma sociedade anónima encontra-se investido em poderes gerais de gestão e representação social (art. 405.º do CSC). Este sistema legal de distribuição das competências de administração, todavia, revela-se na sua singeleza frequentemente inadequado a veicular os imperativos de gestão e de controlo que são característicos da grande sociedade anónima dos nossos dias. Por um lado, não é crível, sobretudo em empresas de grande dimensão, que a gestão social possa ser conduzida exclusivamente por tal órgão administrativo, ademais sujeito a uma regra de funcionamento colegial<sup>4</sup>: as instantes *necessidades de agilização e especialização funcional da gestão empresarial*, impondo a repartição interna de pelouros ou a celeridade da condução quotidiana dos negócios sociais, rapidamente tornou frequente ou mesmo indispensável o recurso ao expediente da delegação de poderes de decisão gestória numa Comissão Executiva formada no seio do próprio Conselho de Administração. Por outro lado, o crescente protagonismo dos órgãos de administração, decorrente da separação entre propriedade e controlo que é típica da moderna sociedade anónima de grandes dimensões, veio tornar igualmente premente a necessidade de *reforço dos mecanismos de controlo e vigilância da própria atividade de gestão social*, para a qual tantas vezes os tradicionais órgãos de fiscalização (“maxime”, Conselho Fiscal) se têm mostrado insuficientes: ora, uma vez mais, a delegação de poderes de gestão numa Comissão Executiva, ao instituir uma dicotomia no seio do órgão de administração entre administradores especialmente incumbidos da gestão corrente (administradores executivos) e administradores incumbidos da vigilância ou fiscalização da atuação

CAGNASSO, Oreste, *Gli Organi Delegati nelle Società per Azioni. Profili Funzionali*, Giappichelli, Torino, 1976; CRISTOBAL-MONTES, Angel, *La Administración Delegada de la Sociedad Anónima*, Ed. Universidade Navarra, Pamplona, 1977; FANELLI, Giuseppe, *La Delega del Potere Amministrativo nelle Società per Azioni*, Giuffrè, Milano, 1962; MAFFEZZONI, Isabella, *Contributo allo Studio del Comitato Esecutivo nelle Società per Azioni*, Giappichelli, Torino, 1998; PESCE, Angelo, *Amministrazione e Delega di Potere Amministrativo nella Società per Azioni (Comitato Esecutivo e Amministratore Delegato)*, Giuffrè, Milano, 1969; PRADA, J. Iglesias, *Administración y Delegación de Facultades en la Sociedad Anónima*, Ed. Tecnos, Madrid, 1971; VALLE, M. Ortiz, *La Administración Delegada de las Sociedades Anónimas – Estudio del Artículo 141 de la Ley de Sociedades Anónimas*, Diss., Granada, 2005.

<sup>4</sup> Como já afirmámos noutra oportunidade, “it seems rather surprising that the law, when describing the powers of directors, refers generally to the “management” of the company, since it is clear that, in large corporations, even a “wonder team” of directors is not in position to grasp alone the entire management of the company” (ANTUNES, J. Engrácia, *The General Meeting in Portuguese Company Law – A Global Overview and a Few Problems*, 6, Working Paper, Universidad Complutense, Madrid, 2009).

daqueles (administradores não executivos), vai também ao encontro dessa necessidade de fiscalização interna.<sup>5</sup>

III. Em suma, a *Comissão Executiva* constitui uma projeção fundamental do fenómeno da delegação de poderes de gestão, resultante dos imperativos de agilização e fiscalização da administração da grande sociedade anónima de modelo clássico ou tradicional.<sup>6</sup>

## 2. Natureza Jurídica

I. Questão discutida é a da *natureza jurídica* desta entidade. Diga-se, desde já, que fora de causa parece estar a possibilidade de se explicar a Comissão Executiva à luz das figuras da delegação administrativa<sup>7</sup> – que reflete uma problemática de todo específica da esfera juspública, além de patentes diferenças de regime (v.g., ao contrário do societário, o delegado administrativo pode ser um terceiro estranho ao próprio órgão delegante: cf. art. 407.º, n.º 3 do CSC, art. 44.º, n.º 1 do Código do Procedimento Administrativo) – e do mandato<sup>8</sup> – que se revela incapaz de explicar cabalmente alguns dos traços fundamentais do regime daquela entidade, v.g., a desresponsabilização relativa dos membros do órgão delegante, o estatuto específico dos membros delegados, ou a natureza permanente da dele-

<sup>5</sup> A diversidade dos modelos de organização ou estruturação do governo das sociedades anónimas previstos no atual CSC (art. 278.º, n.º 1) é bem elucidativa da importância nuclear desse vetor da fiscalização interna da gestão social: assim, as tarefas de gestão e de fiscalização dessa gestão foram atribuídas diretamente pela lei a dois órgãos sociais distintos no âmbito dos chamados modelo germânico – o Conselho de Administração Executivo e o Conselho Geral e de Supervisão (cf. arts. 278.º, n.º 1, c), 431.º e 441.º, d) do CSC – e modelo anglo-saxónico – o Conselho de Administração e a Comissão de Auditoria (cf. arts. 278.º, n.º 1, b), 405.º, n.º 1, 423.º-F, a) do CSC). Não surpreende assim que, frequentemente, se sublinhe a *equivalência funcional* das sociedades anónimas do modelo clássico ou tradicional nas quais se instituiu uma Comissão Executiva (art. 278.º, n.º 1, a) do CSC) aos modelos legais germânico e anglo-saxónico: cf. MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, 254, Coimbra Editora, Coimbra, 2002.

<sup>6</sup> Embora não exista disposição legal proibindo expressamente a existência de Comissões Executivas no âmbito das sociedades anónimas de modelo germânico e anglo-saxónico, é duvidosa a relevância prática da figura em tais casos – o que não impede, naturalmente, o recurso a outros expedientes de repartição interna de tarefas no seio do órgão administrativo.

<sup>7</sup> Cf. PEREIRA, A. Gonçalves, *Da Delegação de Poderes em Direito Administrativo*, Coimbra Editora, Coimbra, 1960.

<sup>8</sup> Assim M. Pupo CORREIA, *Direito Comercial*, 250, 9.ª edição, Ediforum, Lisboa, 2005.

gação, sem esquecer o seu confronto com a previsão legal do art. 391.º, n.º 7 do CSC (que justamente regula a nomeação de mandatários sociais).

II. Em nosso entender, a Comissão Executiva tem antes a natureza de órgão de uma sociedade anónima<sup>9</sup>. A tese organicista é, de facto, a que melhor se coaduna com as respetivas função e regime: estamos diante de um verdadeiro centro de imputação de atribuições e poderes funcionais (gestão corrente da sociedade), de natureza estável e permanente, cuja formação tem a sua origem na vontade última dos acionistas (como sucede, direta ou indiretamente, com os demais órgãos sociais) e cujo funcionamento é acompanhado de um regime próprio de responsabilidade para os administradores (já que, ao mesmo tempo que circunscreve a responsabilidade da gestão aos administradores executivos, investe num dever especial de vigilância os administradores não executivos). A tal qualificação, por outra banda, não parecem obstar, nem a falta de autonomia dos poderes funcionais da Comissão Executiva que resulta da manutenção das competências concorrentes do Conselho de Administração na gestão social (art. 407.º, n.º 8, “ab initio”, do CSC) – posto que tal autonomia não constitui um requisito necessário à existência de um órgão (v.g., a Assembleia Geral e o Conselho de Administração não perdem naturalmente a sua qualidade orgânica pelo facto de existirem certas matérias da competência mista de ambos) –, nem a falta de previsão no elenco legal dos órgãos sociais (art. 278.º, n.º 1, a) do CSC) – posto que este apenas se refere aos órgãos necessários ou imperativos do governo da sociedade anónima, omitindo comprehensivelmente a referência a outros órgãos cuja

<sup>9</sup> Essa também a posição largamente dominante na doutrina portuguesa: qualificando-a como um órgão social, vide CORREIA, L. Brito, *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, 276 e segs., Almedina, Coimbra, 1994; FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 594, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 27 e segs., 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011; SANTOS, I. Coelho, *Da Administração Delegada nas Sociedades Anónimas*, 6, Diss., Porto, 2009; SERENS, M. Nogueira, *Notas sobre a Sociedade Anónima*, 78, Coimbra Editora, Coimbra, 1997. Mas essa é também a opinião maioritária na doutrina estrangeira: vide BONELLI, Gianluca, *L'Amministrazione Delegata*, 20, Diss., Torino, 2001; CAGNASSO, Oreste, *Gli Organi Delegati nelle Società per Azioni*, 30, Giappichelli, Torino, 1976; CRISTOBAL-MONTES, Angel, *La Administración Delegada de la Sociedad Anónima*, 153 e seg., Ed. Universidad Navarra, Pamplona, 1977; MAFFEZZONI, Isabella, *Contributo allo Studio del Comitato Esecutivo nelle Società per Azioni*, 11 e segs., Giappichelli, Torino, 1998; PRADA, J. Iglesias, *Administración y Delegación de Facultades en la Sociedad Anónima*, 370 e segs., Ed. Tecnos, Madrid, 1971.

existência é meramente eventual e dependente da própria vontade dos acionistas.<sup>10-11</sup>

### 3. A Comissão Executiva no Universo da Delegação de Poderes

I. A Comissão Executiva constitui uma projeção ou cristalização organizativa fundamental do fenómeno da delegação de poderes de administração social no âmbito das sociedades anónimas.

II. A *delegação dos poderes de gestão corrente* da sociedade poderá revestir duas modalidades fundamentais: a delegação num ou vários administradores delegados e a delegação numa Comissão Executiva (art. 407.º, n.º 3 do CSC). Estas modalidades têm em comum investirem os administradores delegados e executivos em poderes de gestão corrente ou quotidiana (“day-to-day business”, “Tagesgeschäfte”, “gestión diaria”), ressalvados os limites impostos pela lei e pelo próprio ato de designação (art. 407.º, n.º 4 do CSC), e ainda exonerarem os demais administradores da responsabilidade direta por essa gestão, sem prejuízo da sua responsabilidade “in vigilando” (art. 407.º, n.º 8 do CSC). Todavia, já se diferenciam fundamentalmente quanto à respetiva composição e funcionamento: ao passo que, no primeiro caso, a delegação de poderes é feita num único ou em vários administradores (administradores delegados), sendo então

<sup>10</sup> Por vezes, refere-se que a Comissão Executiva seria um *subórgão*, pretendendo-se com isso colocar em destaque a subordinação do órgão delegado ao delegante – já que o último, além de responsável pela criação do primeiro, poderia sempre modificar os atos deste (CORREIA, L. Brito, *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, 277, Almedina, Coimbra, 1994). Na verdade, tal terminologia, além de desnecessária (v.g., os “órgãos” delegados no Direito Administrativo não deixam de ser designados como tais, malgrado a sua subordinação aos delegantes), poderia gerar equívocos, criando a ideia errónea de se estar diante de um “órgão de outro órgão”: ora, como melhor veremos, o regime jurídico da Comissão Executiva configura-a como um corpo social que possui uma relação orgânica com a sociedade (exercendo poderes próprios e praticando atos diretamente imputáveis à sociedade) mas uma “relação interorgânica” especial com o Conselho de Administração. Cf. também FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 595, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 29, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011.

<sup>11</sup> Relembre-se ainda, no que concerne às sociedades anónimas abertas, a exigência de o relatório anual de governo societário (art. 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários) fazer expressa menção sobre a existência, composição e competência de órgãos delegados da administração (pontos 21, 27 e segs. do Anexo I ao Regulamento da CMVM n.º 4/2013, 18 de julho).

exercida por estes disjunta ou conjuntamente, no último caso a delegação é realizada numa Comissão Executiva composta por dois ou mais membros (administradores executivos), sendo os poderes exercidos, em regra, colegialmente.<sup>12</sup>

III. Paralelamente à delegação de poderes, a lei previu ainda outras *figuras afins* de descentralização e agilização do exercício dos poderes do Conselho de Administração, com as quais, contudo, aquela não se pode confundir. Tal é o caso, por um lado, do chamado “*encargo especial*” de um ou mais administradores se ocuparem de certas matérias de administração (art. 407.º, n.º 1 do CSC). Muito embora possua algumas similitudes com a delegação de poderes – já que pressupõe a qualidade de administrador e a atribuição de poderes decisórios próprios (razão pela qual é por vezes também designada de “delegação imprópria”) –, a verdade é que tal figura se distingue daquela em vários planos, incluindo quanto aos seus requisitos (não exige autorização estatutária prévia: cf. art. 407.º, n.º 1 do CSC), ao seu âmbito (simultaneamente mais e menos vasto, já que, se não está limitada à gestão social corrente, prevê um leque maior de matérias indelegáveis e deve necessariamente incidir sobre áreas ou matérias administrativas individualizadas: cf. art. 407.º, n.º 2, “*ab initio*”, do CSC) e aos seus efeitos (já que não altera o regime de responsabilidade dos demais administradores: cf. art. 407.º, n.º 2, “*in fine*”, do CSC). Tal é o caso ainda, por outro lado, do “*mandato*” conferido a um administrador para a prática de determinados atos ou categorias de atos (art. 391.º, n.º 7 do CSC). As diferenças com a delegação de poderes, própria ou até imprópria, são evidentes, mormente no plano dos seus sujeitos (podendo ser designados terceiros como mandatários) e do âmbito dos poderes (já que, além de ter por objeto atos concretos, aquele conferirá ao administrador mandatário,

<sup>12</sup> Sobre a composição e o funcionamento da Comissão Executiva, vide *infra* 5. Discutida na doutrina nacional e estrangeira é a questão de saber se é ou não possível a *coexistência destas modalidades de delegação*, ou seja, se a gestão corrente da sociedade poderá ser simultaneamente confiada a uma Comissão Executiva e a um (ou vários) administradores delegados: em sentido afirmativo, FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 565 e seg., in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; CAGNASSO, Oreste, *Gli Organi Delegati nelle Società per Azioni. Profili Funzionali*, 72 e segs., Giappichelli, Torino, 1976; contra tal possibilidade, MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 24 e segs., 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011; PESCE, Angelo, *Amministrazione e Delega di Potere Amministrativo nella Società per Azioni (Comitato Esecutivo e Amministratore Delegato)*, 185, Giuffrè, Milano, 1969.

em princípio, um poder decisório muito circunscrito, limitando-se este a agir segundo as instruções recebidas do mandante).<sup>13</sup>

#### 4. Designação

I. A designação da Comissão Executiva constitui uma *competência originária e soberana* dos acionistas da sociedade anónima: é aos estatutos sociais que compete autorizar, proibir ou impor a delegação de poderes de gestão corrente numa Comissão Executiva.

II. O preceito fundamental na matéria é o art. 407.º, n.º 3 do CSC: de acordo com ele, “o contrato de sociedade pode autorizar o conselho de administração a delegar num ou mais administradores ou numa comissão executiva a gestão corrente da sociedade”. Tal significa, desde logo, que aos acionistas foi atribuído expressamente o poder de autorizar ou de vetar tal delegação por via estatutária: os acionistas podem *autorizar* a constituição de uma Comissão Executiva mediante cláusula estatutária expressa nesse sentido – caso em que o Conselho de Administração passará a ter a faculdade de concretizar tal autorização, procedendo à delegação dos seus poderes de gestão corrente naquela – mas também poderão *proibir* essa constituição mediante cláusula expressa nesse sentido ou, simplesmente, em caso de silêncio dos estatutos – caso em que o Conselho de Administração não dispõe de tal faculdade.

III. A lei portuguesa, todavia, já não se pronunciou expressamente sobre a questão de saber se os estatutos sociais poderão *impor* a delegação de poderes de gestão numa Comissão Executiva. Muito embora tal silêncio tenha sido interpretado por alguns autores portugueses no sentido de considerar excluída tal possibilidade<sup>14</sup>, pensamos que deverá ser considerada lícita a *imposição estatutária da constituição de uma Comissão Executiva*. Vários são os argumentos que apontam nesta direção.

<sup>13</sup> Como é evidente, trata-se de *distinções de princípio*, que a prática se encarrega frequentemente de esbater: assim, por exemplo, o mandato conferido a certos administradores, quando envolva uma margem de decisão muito ampla, poderá aproximar-se do encargo especial, sendo que as duas figuras aparecem amiúde ligadas quando se trate da preparação de assuntos a submeter à apreciação do Conselho de Administração ou da execução de deliberações deste (SANTOS, I. Coelho, *Da Administração Delegada nas Sociedades Anónimas*, 8, Diss., Porto, 2009).

<sup>14</sup> Neste sentido, embora “com algumas dúvidas”, MARTINS, A. Soveral, *Os Poderes de Representação dos Administradores de Sociedades Anónimas*, 354, Coimbra Editora, Coimbra, 1998.

IV. Desde logo, um argumento de *ordem lógica*. Se aos acionistas foi permitido autorizar ou vetar a delegação de poderes numa tal comissão, então, “ad pari” ou mesmo “ad fortiori”, lhes deverá ser reconhecida a possibilidade de estabelecer a obrigatoriedade dessa delegação: a imposição não é mais intrusiva do que o voto na organização interna do órgão de administração, constituindo assim as duas faces da mesma moeda ou as duas dimensões (positiva e negativa) de um mesmo poder na conformação da estrutura de funcionamento daquele órgão.

V. Depois também, um argumento de *ordem teleológica*. É importante ter presente que a constituição de uma Comissão Executiva, enquanto órgão eventual de administração das sociedades anónimas<sup>15</sup>, não constitui uma pura matéria de organização interna do Conselho de Administração mas, sobretudo, de estrutura ou arquitetura da administração da própria sociedade anónima, confiada nos termos gerais à soberania decisória dos acionistas (arts. 272.º, n.º 1, g) e 278.º do CSC). Ora, se aos acionistas é atribuído o poder soberano, em sede estatutária, de optar por uma estrutura de administração monista ou dualista, então eles deverão também poder adotar uma estrutura monista com delegação de poderes.<sup>16</sup>

VI. Por outro lado ainda, um argumento de *ordem sistemática*. Os estatutos sociais representam a “magna carta” da vida, organização e funcionamento social<sup>17</sup>, encontrando-se a autonomia de vontade dos sócios apenas limitada pelos princípios imperativos da lei societária (art. 9.º, n.º 3 do CSC e art. 280.º do Código Civil)<sup>18</sup>. Ora, não estabelecendo o art.

<sup>15</sup> Sobre a natureza orgânica da Comissão Executiva, vide *supra* 2.

<sup>16</sup> Por isso mesmo, é frequentemente sublinhada a equivalência funcional do modelo clássico com delegação de poderes e do modelo germânico, funcionando o Conselho de Administração, na prática, como um órgão de fiscalização da gestão social semelhante ao Conselho Geral, e a Comissão Executiva como um órgão de administração semelhante ao Conselho de Administração Executivo: neste sentido, vide, entre nós, FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 555, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, 254, Coimbra Editora, Coimbra, 2002.

<sup>17</sup> Verdadeiro “coração” da sociedade – assim lhes chamou M. Stella RITCHER, *Forma e Contenuto dell’Atto Constitutivo della Società per Azioni*, 172, in: Colombo, G./Portale, G., “Trattato delle Società per Azioni”, vol. 1\*, 165-319, Utet, Torino, 2004. Sobre os estatutos, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Os Estatutos Sociais: Noção, Elementos e Regime Jurídico*, in: “Direito Comercial e das Sociedades – Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin”, 255-272, UIC Editora, Lisboa, 2012.

<sup>18</sup> Sobre o papel da autonomia da vontade na conformação dos estatutos sociais, vide DOMENICO, Giordano, *Le Limitazione all’Autonomia Privata nelle Società di Capitali*, Giuffrè,

407.º, n.º 3 do CSC qualquer proibição ou restrição na matéria, nem a ela se opondo visivelmente qualquer outra regra jurídico-societária cogente ou os princípios informadores do tipo social em causa, curial parece concluir que aos acionistas sempre deveria ser possível impor, no âmbito da sua liberdade geral de conformação estatutária, a delegação de poderes numa Comissão Executiva.<sup>19</sup>

VII. Por último, não é despiciendo sublinhar que a possibilidade de imposição estatutária da constituição de uma Comissão Executiva, além de ser aceite por alguma doutrina nacional (Isabel Mousinho de FIGUEIREDO<sup>20</sup>, Isabel Coelho dos SANTOS<sup>21</sup>), corresponde também ao entendimento dominante no *plano comparado* para figuras e preceitos jurídico-societários congêneres do português. Tal o caso, designadamente, da doutrina espanhola – para o preceito do art. 249.º da “Ley de Sociedades de Capital”, que prevê que “quando os estatutos não disponham diversamente, o Conselho de Administração poderá designar de entre os seus membros um ou mais conselheiros delegados ou uma comissão executiva”<sup>22</sup> –, da doutrina ita-

Milano, 2006; ESPINA, Daniel, *La Autonomía Privada en las Sociedades de Capital: Príncipios Configuradores y Teoría General*, Marcial Pons, Madrid, 2003; TEICHMANN, Arndt, *Gestaltungsfreiheit in Gesellschaftsverträgen*, Beck, München, 1970.

<sup>19</sup> Também por aqui rebatemos o argumento de ordem literal em que se tem estribado a interpretação contrária do art. 407.º, n.º 3 do CSC, ao considerar que a letra do preceito “parece significar que o contrato de sociedade apenas pode autorizar o conselho de administração a delegar e nada mais” (MARTINS, A. Soveral, *Os Poderes de Representação dos Administradores de Sociedades Anónimas*, 354, Coimbra Editora, Coimbra, 1998). “In sumo rigor”, o preceito limita-se a estabelecer que a vontade dos sócios expressa nos estatutos sociais constitui um requisito indispensável da delegação da gestão corrente, de modo algum coartando ou impedindo que essa vontade se manifeste de outras formas: o que, na realidade, o legislador aí pretendeu foi tão-só impedir que o Conselho de Administração pudesse decidir sozinho a delegação da gestão social corrente sem para tanto estar habilitado por uma autorização prévia dos acionistas dada nos estatutos sociais, e já não propriamente impedir que estes a pudessem impor, também por via estatutária.

<sup>20</sup> *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 575, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599.

<sup>21</sup> *Da Administração Delegada nas Sociedades Anónimas*, 22, Diss., Porto, 2009.

<sup>22</sup> Admitindo a delegação obrigatória ou potestativa no direito espanhol, cf. entre muitos outros, ARTIGAS, F. Rodriguez, *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración (La Delegación en el Órgano Administrativo de la S.A.)*, 208 e seg., Montecorvo, Madrid, 1971; PRADA, J. Iglesias, *Administración y Delegación de Facultades en la Sociedad Anónima*, 152, Ed. Tecnos, Madrid, 1971; SANZ, F. Martínez, *Regimen Interno y Delegación de Facultades en el Consejo de Administración*, 1752 e seg., in: “Derecho de Sociedades - Libro de Homenaje al Professor Sanchez Calero”, vol. II, 1739-1770, McGraw Hill, Madrid, 2002; VALLE, M. Ortiz, *La Administración Delegada de las Sociedades Anónimas – Estudio del Artículo 141 de la Ley de Sociedades Anónimas*, 185, Diss., Granada, 2005.

liana – para o preceito do art. 2381.º do “Codice Civile”, segundo o qual “caso o estatuto ou a assembleia o consintam, o Conselho de Administração poderá delegar poderes próprios a uma Comissão Executiva (...)”<sup>23</sup> – e até da doutrina francesa – para o preceito do art. 225-51-1 do “Code de Commerce” que, ao dispor que “nas condições previstas nos estatutos, o Conselho de Administração escolhe entre as duas modalidades de exercício da direção geral (...)”, mostra que, não obstante a escolha dos modelos de organização interna das funções da administração compita ao Conselho de Administração, é reconhecida aos sócios uma competência genérica última nesta matéria.<sup>24-25</sup>

VIII. Assim sendo, e em suma, a constituição ou designação de uma Comissão Executiva representa o *produto derradeiro da vontade dos acionistas* porquanto sempre dependente de previsão nos estatutos sociais<sup>26</sup>. Tal

<sup>23</sup> Neste sentido, entre muitos, BONELLI, Gianluca, *L'Amministrazione Delegata*, 30, Diss., Torino, 2001; BORGIOLO, Alessandro, *L'Amministrazione Delegata*, 136 e segs., Nardini, Firenze, 1982; CAGNASSO, Oreste, *Gli Organi Delegati nelle Società per Azioni. Profili Funzionali*, 160 e segs., Giappichelli, Torino, 1976; FANELLI, Giuseppe, *La Delega del Potere Amministrativo nelle Società per Azioni*, 38, Giuffrè, Milano, 1962; contra, embora isolado, PESCE, Angelo, *Amministrazione e Delega di Potere Amministrativo nella Società per Azioni (Comitato Esecutivo e Amministratore Delegato)*, 71, Giuffrè, Milano, 1969.

<sup>24</sup> Reconhecendo igualmente que a escolha do Conselho de Administração é sempre balizada ou balizável pelas disposições previstas na matéria pelos estatutos sociais (fixando o momento dessa escolha, a sua periodicidade, a maioria necessária para a sua aprovação pelo próprio órgão de administração, etc.), vide LE CANNU, Paul, *Droit des Sociétés*, 391, 2<sup>ème</sup> édition, Montchrestien, Paris, 2003; MERLE, Phillippe, *Droit Commerciale – Sociétés Commerciales*, 504, 9<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2003.

<sup>25</sup> Noutras ordens jurídicas, ou bem que não existe regulação expressa na matéria – é o caso do direito inglês, onde a delegação de poderes de gestão corrente numa Comissão Executiva é, além de prática habitual, usualmente regulada pelos estatutos sociais (cf. GOWER, Lawrence/DAVIES, Paul, *Principles of Modern Company Law*, 399, 8<sup>th</sup> edition, Thomson/Sweet & Maxwell, London, 2008) –, ou bem que não existe problema paralelo – é o caso do direito alemão, que não conhece o modelo monista e onde, por conseguinte, não existe tradicionalmente uma necessidade ou prática de constituição de Comissões Executivas, mas, quanto muito, de repartição interna de pelouros (“Geschäftsvorteilungen”) ao nível da Direção ou “Vorstand” (cf. KROPFF, Bruno/SEMLER, Johannes (Hrgs.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 3, 113 e segs., 2. Aufl., Beck, München, 2004; para possíveis evoluções desta perspetiva tradicional, vide HEIN, Jan von, *Vom Vorstandsvorstand zum CEO?*, in: 166 “Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht” (2002), 464-502).

<sup>26</sup> É ainda frequentemente negada a possibilidade de os sócios, através de deliberação aprovada em Assembleia Geral, poderem autorizar, vetar ou impor a constituição de uma Comissão Executiva (FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 575, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; MARTINS, A. Soveral, *Os Administradores Delegados das Sociedades Anónimas – Algumas Considerações*

designação poderá ser configurada estatutariamente, ora como um poder *misto*, ora até como um poder *exclusivo* dos acionistas, com a consequente diferente natureza (*facultativa* ou *obrigatória*) do ato de delegação do Conselho de Administração: no caso de autorização estatutária, os acionistas limitam-se a abrir caminho à delegação de poderes numa Comissão Executiva, que fica dependente de um ato de delegação livremente deliberado pelo Conselho de Administração; no caso de imposição estatutária, tal ato de delegação deixa de representar uma mera faculdade para passar a constituir um dever – ou, se se preferir, um “poder-dever” ou poder vinculado – do Conselho de Administração.<sup>27</sup>

## 5. Composição e Funcionamento

I. A composição e o funcionamento da Comissão Executiva relevam, em princípio, da *competência decisória* do Conselho de Administração: é a este Conselho, enquanto órgão delegante, que cabe, no ato de delegação, “estabelecer a composição e o funcionamento” do órgão delegado (art. 407.º, n.º 4 do CSC). Tal significa dizer que será ao órgão administrativo delegante que, por via de regra, competirá fixar as regras relativas ao número de membros da Comissão Executiva, à designação do respetivo presidente, à convocação e periodicidade das suas reuniões, aos quóruns constitutivos e deliberativos exigíveis, à forma de documentação das reuniões, à eventual repartição interna de tarefas, e assim por diante.

II. Semelhante competência do Conselho de Administração, todavia, está longe de ser absoluta. Por um lado, existem determinados aspetos da composição e funcionamento da Comissão Executiva que se encontram fixados por *lei imperativa*, escapando à liberdade de decisão do órgão delegante. Assim, por exemplo, aquela comissão deve ser necessariamente

ções, 13, Ed. Fora do Texto, Coimbra, 1998; mais mitigado, MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 19, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011). Discordamos deste entendimento: se parece efetivamente fora de causa a possibilidade de os sócios poderem mediante mera deliberação “ad hoc” designar ou eleger diretamente uma Comissão Executiva, já obviamente nada os impede de deliberarem alterar os estatutos sociais no sentido de autorizar ou impor a designação de tal Comissão. Como se vê, no rigor dos termos, também a Assembleia Geral dos acionistas poderá afinal decidir sobre tal matéria, só que por via indireta (mediante a competente alteração estatutária) e através de maioria qualificada (arts. 85.º, n.º 2, 383.º, n.º 2, 386.º, n.º 3 do CSC).

<sup>27</sup> BONELLI, Gianluca, *L'Amministrazione Delegata*, 30, Diss., Torino, 2001.

composta por um mínimo de dois membros<sup>28</sup> e por um máximo inferior à totalidade dos membros do Conselho de Administração<sup>29</sup>, sendo ainda que tais membros deverão ser necessariamente administradores (e não sócios ou terceiros)<sup>30</sup>. Do mesmo modo, o Presidente da Comissão Executiva será titular de um núcleo mínimo obrigatório de poderes e deveres especiais (art. 407.º, n.º 6 do CSC) e de voto de qualidade nos termos gerais (art. 395.º, n.º 3 do CSC, “ex vi” do art. 407.º, n.º 7 do CSC). Enfim, o funcionamento da comissão será, em princípio, colegial (por analogia com o art. 410.º, n.º 7 do CSC)<sup>31</sup>, e os respectivos membros não poderão subdelegar os seus próprios poderes delegados (“delegatus delegare non potest”).<sup>32</sup>

III. Por outro lado, não nos repugna admitir que determinados aspectos da composição e até organização dessa mesma Comissão possam ser objeto de regulação direta nos próprios *estatutos sociais*: com efeito, se aos acionistas é lícito autorizar, vetar ou até impor a designação de um órgão delegado de administração, então “ad fortiori” lhes haverá de ser permi-

<sup>28</sup> Sob pena de não estarmos perante uma Comissão Executiva, mas – quando muito – perante um administrador delegado (cf. FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 566, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599).

<sup>29</sup> Com efeito, caso a Comissão Executiva fosse composta pela totalidade dos membros do Conselho de Administração, a sua existência tornar-se-ia supérflua, além de tornar inviável a aplicação do respetivo regime jurídico (v.g., art. 407.º, n.º 8 do CSC) (cf. SANTOS, I. Coelho, *Da Administração Delegada nas Sociedades Anónimas*, 12 e segs., Diss., Porto, 2009).

<sup>30</sup> Sobre a questão das Comissões Executivas atípicas, integradas também por terceiros que não os titulares do órgão de administração, vide MAFFEZZONI, Isabella, *Contributo allo Studio del Comitato Esecutivo nelle Società per Azioni*, 33 e segs., Giappichelli, Torino, 1998.

<sup>31</sup> Há quem admita que o órgão delegante se afaste da regra da colegialidade, consagrando regras de funcionamento conjunto ou até disjunto para o funcionamento da Comissão Executiva no ato de delegação (cf. FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 567, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, 260 e segs., Coimbra Editora, Coimbra, 2002). Este entendimento, todavia, comporta um risco evidente: o de vir permitir que o Conselho de Administração, pelas vias travessas da designação de uma Comissão Executiva, possa contornar os limites imperativos fixados pela lei societária e pelos estatutos para o seu próprio funcionamento (MAFFEZZONI, Isabella, *Contributo allo Studio del Comitato Esecutivo nelle Società per Azioni*, 88, Giappichelli, Torino, 1998).

<sup>32</sup> Assim também MARTINS, A. Soveral, *Os Administradores Delegados das Sociedades Anónimas – Algumas Considerações*, 23, Ed. Fora do Texto, Coimbra, 1998.

tido fixar à partida algumas das características estruturais desse órgão, por exemplo, o número dos seus membros.<sup>33</sup>

IV. Por fim, tal competência decisória *nem sempre é exclusiva*, podendo ser partilhada com a própria Comissão Executiva: assim, por exemplo, sendo obrigatória a nomeação de um Presidente para esta comissão, tal nomeação tanto poderá ser feita “ex ante” pelo Conselho de Administração designante como ser feita “ex post” pela própria Comissão Executiva designada (art. 407.º, n.º 5 do CSC).

## 6. Competências. Direitos e Deveres

I. A competência da Comissão Executiva consiste *na gestão corrente da sociedade, com os limites estabelecidos pela lei e pelo próprio ato de delegação* (art. 407.º, nos 3 e 4 do CSC). Pode assim dizer-se que a delimitação da sua esfera de competência deve ser obtida, simultaneamente, pela positiva e pela negativa.

II. Positivamente, a Comissão Executiva passa a ser competente para decidir sobre a *gestão corrente ou quotidiana da sociedade* (“day-to-day business”, “Tagesgeschäfte”, “gestión diária”): conceito indeterminado, apenas suscetível de ser preenchido em definitivo caso a caso, ele abrange em abstrato a prática de todos os atos necessários ou pertinentes à gestão da empresa social na prossecução do respetivo objeto estatutário.<sup>34</sup>

III. Refira-se ainda que a lei dispõe que, caso os estatutos assim o autorizem, os administradores executivos passam a dispor dos inerentes *poderes de representação* (art. 408.º, n.º 2 do CSC): trata-se de aspeto importante, já que o órgão delegado perderia toda a sua operacionalidade e vantagem

<sup>33</sup> Neste sentido também, ARTIGAS, F. Rodriguez, *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración (La Delegación en el Órgano Administrativo de la S.A.)*, 211 e seg., Montecorvo, Madrid, 1971; SANZ, F. Martínez, *Regimen Interno y Delegación de Facultades en el Consejo de Administración*, 1753, in: “Derecho de Sociedades. Libro de Homenaje al Professor Sanchez Calero”, vol. II, 1739-1770, McGraw Hill, Madrid, 2002; VALLE, M. Ortiz, *La Administración Delegada de las Sociedades Anónimas – Estudio del Artículo 141 de la Ley de Sociedades Anónimas*, 188 e seg., Diss., Granada, 2005.

<sup>34</sup> Sobre tal conceito, vide FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 569 e segs., in: 137 “O Direito” (2005), 547-599; MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 34 e seg., 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011.

prática caso os poderes de gestão não fossem acompanhados dos correspondentes poderes de representação. O âmbito e a natureza dos poderes de representação da Comissão Executiva constituem um dos aspectos mais problemáticos do respetivo regime jurídico. Aparentemente, o art. 408.º, n.º 2 do CSC, ao dispor que “o contrato de sociedade pode dispor que esta fique também vinculada pelos negócios celebrados por um ou mais administradores-delegados”, teria vindo impor a autorização estatutária prévia como condição prévia da atribuição de poderes representativos aos administradores executivos e a manutenção de poderes representativos concorrentes por parte dos demais administradores<sup>35</sup>. Em nosso entender, todavia, tal preceito deve ser objeto de uma *interpretação restritiva*, considerando-se unicamente aplicável ao caso da delegação de poderes em administradores delegados, e não numa Comissão Executiva – interpretação essa, de resto, que é porventura aquela que mais se coaduna à própria letra da lei, que fala apenas de “administradores delegados”, e não de administradores executivos. Com efeito, e de um lado, atento que não é crível que uma Comissão Executiva possa ter grande préstimo prático sem se encontrar investida nos correspondentes poderes de representação, deverá considerar-se que a autorização estatutária do art. 407.º, n.º 3 do CSC abrange simultaneamente os poderes representativos associados à gestão corrente. De outro lado, sob pena de se permitir o surgimento de atuações contraditórias do Conselho de Administração e da Comissão Executiva, deve entender-se que, no âmbito da sua competência (“gestão corrente”), apenas os administradores executivos dispõem de poderes para vincular externamente a sociedade.

IV. Negativamente, excluem-se do âmbito da competência da Comissão Executiva aquelas matérias cuja delegação tenha sido proibida por *lei* – entre tais matérias indelegáveis, contam-se a escolha do Presidente do Conselho de Administração, a cooptação de administradores, a convocação de Assembleias Gerais, os relatórios e contas anuais, a prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade, a mudança de sede e aumento de capital social, e a elaboração de projetos de fusão, cisão e transformação social (art. 406.º, a) a d), f), l), e m), “ex vi” do art. 407.º, n.º 4 do CSC) –<sup>36</sup> ou que tenham sido excluídas pelo *próprio ato de delega-*

<sup>35</sup> MARTINS, A. Soveral, *Os Poderes de Representação dos Administradores de Sociedades Anónimas*, 363 e segs., Coimbra Editora, Coimbra, 1998.

<sup>36</sup> É discutido na doutrina se a deliberação do Conselho de Administração que abranja no ato de delegação alguma destas matérias indelegáveis será nula (MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 36, 2.ª edição,

ção – o que constitui uma faculdade, e não um dever, do órgão delegante, pelo que será admissível que este não fixe quaisquer balizas aos poderes gerais de gestão corrente dos administradores executivos.<sup>37</sup>

V. A fechar estas breves reflexões sobre o regime jurídico da Comissão Executiva, resta lembrar que a sua instituição possui repercussões diretas no estatuto jurídico dos membros do órgão delegado (administradores executivos) e do órgão delegante (administradores não executivos), alterando parcialmente os respetivos *direitos e deveres*. Assim, no que concerne aos membros da Comissão Executiva, estes passam a ser titulares de um poder-dever de assegurar a gestão quotidiana da empresa social ao mesmo tempo que são investidos em deveres gerais de informação e de colaboração perante o Conselho de Administração relativamente às suas deliberações e atividades<sup>38</sup>. Mais relevantes são as alterações registadas no “status” dos demais membros do Conselho de Administração (art. 407.º, n.º 8 do CSC). Paralelamente a uma exoneração relativa da sua responsabilidade (não respondendo, em princípio, por atos ou omissões da esfera da gestão

Almedina, Coimbra, 2011) ou anulável (FIGUEIREDO, I. Mousinho, *O Administrador Delegado (A Delegação de Poderes de Gestão no Direito das Sociedades)*, 570, in: 137 “O Direito” (2005), 547-599). Inequívoco, em todo o caso, é que as deliberações tomadas pela Comissão Executiva sobre quaisquer dessas matérias indelegáveis serão *nulas* (por analogia com o art. 411.º, n.º 1, b) do CSC).

<sup>37</sup> Conquanto seja verdade que a letra da lei inculca a ideia da existência de um dever, a verdade é que seria absurdo forçar o Conselho de Administração a excluir determinados atos ou setores da gestão quando a sua intenção fosse justamente confiar toda a gestão corrente da sociedade numa Comissão Executiva. Um tal interpretação, para além de estabelecer uma restrição para a qual não se descortina qualquer fundamento plausível, introduziria uma desnecessária rigidez na própria figura (atenta a frequência com que, na prática, se visa proceder à delegação em bloco da gestão corrente) e ser até fonte de inseguurança jurídica (decorrente da dificuldade em segmentar com clareza os múltiplos compartimentos e matérias em que aquela se traduz). Assim também A. Menezes CORDEIRO, quando afirma que “tal gestão reporta-se a tudo (exceto as matérias indelegáveis)” (*Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 991, Almedina, Coimbra, 2009); em sentido contrário, todavia, MARTINS, A. Soveral, *Administradores Delegados e Comissões Executivas – Algumas Considerações*, 2.ª edição, 36, Almedina, Coimbra, 2011.

<sup>38</sup> O cumprimento desses deveres interorgânicos é mediado e assegurado pelo Presidente da Comissão Executiva (art. 407.º, n.º 6, a) do CSC) e tem nalguns casos como contraparte o próprio Presidente do Conselho de Administração (art. 407.º, n.º 6, b) do CSC). Veja-se também, para o caso das sociedades cotadas, o “Código de Governo das Sociedades da CMVM” de 2013, que prevê que “o presidente do órgão de administração executivo ou da comissão executiva deve remeter, conforme aplicável, ao Presidente do Conselho de Administração, ao Presidente do Conselho Fiscal, ao Presidente da Comissão de Auditoria, ao Presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao Presidente da Comissão para as Matérias Financeiras, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões” (ponto II.1.9).

corrente confiada à Comissão Executiva), aqueles membros encontram-se incumbidos de deveres gerais de vigilância e de intervenção perante o órgão delegado cujo incumprimento pode ser fonte da inerente responsabilidade: qualquer administrador não executivo deve vigiar permanentemente a atuação da Comissão Executiva, mormente fazendo uso das suas prerrogativas de informação perante esta – sob pena de poder incorrer numa responsabilidade “*in vigilando*” –, e deverá mesmo intervir sempre que tal se revele oportuno ou necessário para evitar quaisquer atos ou omissões de gestão ilícita e danosa praticados por aquela Comissão, mormente fixando orientações ao órgão delegado, avocando a si as competências deste, ou revogando total ou parcialmente tais atos ou omissões.<sup>39</sup>

<sup>39</sup> MARTINS, A. Soveral, *A Responsabilidade dos Membros do Conselho de Administração por Actos ou Omissões dos Administradores Delegados ou dos Membros da Comissão Executiva*, in: LXXVIII “Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra” (2002), 365-380.



**RESUMO:** O texto começa por uma breve identificação do que é o lucro e do seu modo de apuramento – sublinhando que o lucro é um realidade dinâmica e não meramente contabilística. Analisa, depois, os três possíveis destinos dos lucros apurados, dando especial atenção à distinção entre reservas e lucros transitados, ao sentido da formação de reservas livres e à destinação dos lucros levados a resultados transitadas após a sua contabilização no exercício em que foram apurados – com análise dos preceitos legais que regem a matéria. Depois, aprecia-se a deliberação que liberta reservas ou resultados transitadas, em vista sobretudo da sua distribuição, sob o ponto de vista dos interesses dos credores. Por fim, sublinha-se que o destino normal dos lucros, por força do escopo lucrativo imposto à sociedade como fim associativo e do correspondente direito geral ao lucro, é a distribuição pelos sócios, de tal modo que se pode afirmar que o ordenamento consagra um princípio que rege a esfera social, pelo qual a sociedade está adstrita a distribuir os lucros apurados, salvo decisão em contrário fundamentada num interesse que caiba dentro dos interesses que a sociedade pode prosseguir (de que se destacam o inerente ao exercício da empresa social) – sem prejuízo, naturalmente, dos direitos concretos inscritos na lei ou no estatuto social.

**Palavras-chave:** Lucros; reservas; lucros transitados; direito aos lucros.

**ABSTRACT:** This paper starts by briefly identifying what is profit and how it is determined – underlining that profit is a dynamic reality and not mere accountancy. It then analyses, in light of the applicable legal rules, three possible destinations for profits, paying special attention to the distinction between reserves and profits brought forward, to the voluntary creation of reserves not imposed by law or the bylaws, and to the allocation of profits brought forward after they have been registered in the financial year they have been obtained in. Subsequently, the shareholders' resolution on the application (especially by distribution to shareholders) of reserves or profits brought forward is examined, in light of the creditors' interests. Finally, it is stressed that the normal application of profits, given the lucrative scope of the company and the corresponding general right to profit, is the distribution to shareholders: we may thus find in the law a principle governing the social sphere, according to which the company is bound to distributing profits, unless otherwise decided on the grounds of an interest that fits within the interests, which the company may pursue (wherein the one inherent to the exercise of the corporate enterprise stands out) – without prejudice, of course, of the concrete rights inscribed in the law or the bylaws.

**Keywords:** profits; reserves; profits brought forward; right to profit.

# Os lucros e a sua aplicação: reservas, resultados transitados e distribuição pelos sócios – uma introdução\*\*

## I – Os lucros e os seus destinos: reservas e resultados transitados – a (medida da) equiparação entre lucros transitados e reservas livres e (des)necessidade de deliberação *ad hoc* para a destinação ulterior dos lucros que foram mantidos na sociedade sem criação de reserva

### 1. Os lucros e seu apuramento

A exata compreensão do tema supõe que se comece por uma brevíssima referência àquilo que é o lucro no quadro de uma sociedade comercial.

A sociedade é um mecanismo de que os sócios se servem para através dele ser exercida uma atividade económica; para isso, colocam na sociedade as suas entradas (o mais das vezes, dinheiro), para que esta aplique (invista) esse capital (em sentido económico) na sua atividade (delimitada pela cláusula estatutária sobre o objeto) – e constituem, com essas entradas, o património inicial da sociedade<sup>2</sup>; o lucro é o excedente que a sociedade vai obter em relação a esse capital e património iniciais (na

\* Professor da Faculdade de Direito de Coimbra e da Universidade Lusófona (Lisboa)

\*\* O texto que ora se publica foi elaborado para os alunos da cadeira de Direito Comercial II (2.ª turma) da licenciatura em Direito da Faculdade de Direito de Coimbra. Publica-se com pequenas alterações, essencialmente de forma, impostas pela diferença entre os destinatários originais e os leitores da DSR. Por ser um texto que tenta conciliar o lado didáctico com a problematização inerente à formação académica, os desenvolvimentos e referências são apenas os necessários aos objectivos assinalados. Não obstante as limitações que são inerentes ao fim para que foi elaborado, avançamos com a publicação convictos de que, em alguns pontos, poderá ter interesse para o leitor. O texto foi escrito e entregue pelo autor sem obedecer (convictamente) às regras do denominado Acordo Ortográfico e foi objecto de adaptação ulterior para obedecer à norma da Revista.

<sup>2</sup> Implícito está, pois, que a sociedade em que os sócios não são obrigados a fazer entradas ou em que o montante mínimo destas é desprezível ou insuscetível de constituir um capital relevante para investimento pela sociedade, como sucede no regime português das sociedades por quotas saído da reforma legal de 2007, desnaturam o tipo e são verdadeiras excrescências que só a prossecução demagógica de fins de liberalização podem, a nosso ver, justificar – pois um desenvolvimento económico saudável dificilmente poderá ser atingido com sociedades em que todos os sócios são “investidores” de ... um euro que se poderão denominar, a vários títulos, por “sociedades-raspadinhos”.

medida em que se toma aqui capital em sentido económico, ele coincide com o património inicial), resultante do exercício da sua atividade, e corresponde assim ao incremento que se deu no património da sociedade<sup>3</sup>.

Note-se, à margem, que, em rigor, nem todo o excedente patrimonial apurado em relação ao investimento inicial dos sócios pode ser considerado lucro, mas apenas aqueles excedentes que resultem do exercício da atividade da sociedade. Como especificaremos adiante, característica essencial do lucro é ele ser suscetível de distribuição pelos sócios. Ora, há excedentes possíveis que a lei vincula a uma não distribuição e que, por essa circunstância, não podem ser considerados lucros em sentido próprio: os exemplos que se podem apontar são as revalorizações de bens do ativo, as doações e as indemnizações por responsabilidade extracontratual, que, por força do art. 295.º, n.º 2 (aplicável às sociedades por quotas *ex vi* do art. 218.º) não podem ser distribuídas em virtude de a lei lhes impor um regime similar ao da reserva legal – dão lugar a uma contabilização como reserva indisponível, o que impõe a respetiva cobertura patrimonial<sup>4</sup>.

O apuramento ou determinação do lucro dá-se de modo (teoricamente) fácil. Como as entradas iniciais dos sócios se refletem numa categoria especificamente societária que é o capital social (que corresponde ao valor da soma dos valores nominais atribuídos às participações sociais que os sócios recebem “em troca” dessas suas entradas), o lucro vai ser apurado por comparação entre o património que a sociedade tem num dado momento, líquido de dívidas e encargos, e o capital social – o lucro é o excedente que se verifica entre o valor (contabilístico) do património (líquido) da sociedade e a cifra de referência que é o capital social<sup>5</sup>.

Importa reter, do que acaba de se dizer, que o lucro é um excedente patrimonial decorrente do exercício da atividade social e que as contas refletem (devem refletir) a existência desse excedente – mas apenas, naturalmente, daquele excedente que tiver existência efetiva. Não havendo

<sup>3</sup> Apura-se assim o lucro de balanço (que é o lucro revelado no balanço, e que corresponde ao lucro obtido desde o início da atividade até um momento de referência que é aquele a que se reportam as contas): v. VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, sep. da revista de Direito e Economia, n.º 8 (1982), Universidade de Coimbra, pág. 261, ou FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, A posição do acionista face ao lucro de balanço. O direito do acionista ao dividendo no Código das Sociedades Comerciais, Coimbra, Coimbra Editora, 1996, pág. 33.

<sup>4</sup> Vale, pois, no nosso direito, uma conceção restritiva de lucro: v., mais desenvolvidamente, o que defendemos em FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, A posição do acionista face ao lucro de balanço, cit., págs. 28 e 31. Com conclusão similar, v. MANUEL ANTÓNIO PITA, Direito aos lucros, Coimbra, Almedina, 1989, págs. 34 e ss..

<sup>5</sup> Cf., sobre isto, entre muitas outras, as obras citas na nota 2.

excedente real, mas se se manipularem as contas para que elas o revelem aparentemente, não haverá lucro real, mas apenas aparente ou fictício: nesse caso, as contas revelam um excedente que não tem efetiva correspondência com a realidade patrimonial da sociedade. Nesta medida, o lucro, sendo um resultado apurado nas (e pelas) contas, não é uma pura abstração ou uma mera cifra contabilística: ele tem que ter correspondência com o património, com valores existentes neste (incrementados em relação ao património inicial). As contas devem refletir com fidelidade a realidade patrimonial da sociedade e este é um valor fundamental que deve ser prosseguido na sua elaboração.

Por fim, há que ter presente que o lucro é uma realidade dinâmica. Na medida em que a sociedade não termine a sua atividade, e continuando ela os negócios, o lucro apurado num dado momento (nas contas de um certo exercício) pode rapidamente deixar de ter correspondência com o património da sociedade: se esta continuar a ter sucesso nos negócios, o património vai aumentar e o lucro revelado nas contas anteriores passa a estar desatualizado, sendo revelado um lucro superior em novas contas; pelo contrário, se os negócios sociais passarem a correr mal, sucede que o lucro que se revelou num certo exercício passa a não ter correspondência com o valor do património, com a consequência, em tal caso, de que, nas contas seguintes, o lucro apurado, se tiver sido mantido na sociedade (por não ter sido distribuído aos sócios), é absorvido pelos prejuízos (total ou parcialmente) e deixa de ter a correspondente cobertura patrimonial. Em rigor, e a doutrina desde há muito o adverte (aponte-se, desde logo, Ferrer Correia<sup>6</sup>), só os lucros finais correspondem a verdadeiros lucros – todos os lucros que se apurem antes do termo das operações podem sempre ser perdidos e não podem, na pureza dos conceitos e em boa verdade, ser considerados verdadeiros lucros.

O Código das Sociedades Comerciais português<sup>7</sup> assume, aliás, a possibilidade de, ainda no próprio exercício, e mesmo que tenha havido decisão de distribuição, poderem ocorrer perdas: é, entre outras, a hipótese

<sup>6</sup> “Em rigor, só os primeiros [os lucros finais ou de liquidação] são ganhos verdadeiros e autênticos”: FERRER CORREIA, Lições de Direito Comercial, vol. II, Sociedades Comerciais. Doutrina geral, Universidade de Coimbra, 1968, págs. 236-237. O autor, citando um texto seu escrito com MANUEL DE ANDRADE (“Suspensão de deliberações sociais direito individuais dos sócios: jurisprudência crítica”, Coimbra, Atlântida, págs. 34-35), refere ainda que “o ganho de cada exercício acusado pelo respetivo balanço ordinário, sobre corresponder a estimativas imperfeitas e falazes, é essencialmente perecível (...). O lucro de hoje pode ser a perda de amanhã”.

<sup>7</sup> Na falta de menção especial, os preceitos legais referidos adiante pertencem ao Código das Sociedades Comerciais (CSC).

que n.º 2 do art. 31.º prevê e trata, no pressuposto de que não houve ainda pagamento de lucros aos sócios e de que as alterações patrimoniais os afetam – a consequência é a de que essa eventualidade paralisa o pagamento efetivo aos sócios<sup>8</sup>.

## 2. Lucros apurados e possíveis decisões da assembleia sobre eles: distinção entre reserva livre e lucros transitados

Verificada a existência de lucros num dado exercício (o lucro apurado no exercício, ou lucro do exercício, corresponde à diferença para mais entre o valor do património líquido no final do exercício anterior e o valor correspondente determinado no exercício que se considera<sup>9</sup>), e tendo presente a ressalva a que já aludimos no final do ponto anterior segundo a qual lucros “definitivos”, em rigor, seriam apenas os lucros finais<sup>10</sup>, o destino normal deles é a distribuição pelos sócios. O próprio art. 980.º do Código Civil, que define sociedade, caracteriza-a como um mecanismo em que os lucros produzidos se destinam a repartição pelos sócios. Não está em causa, neste texto, saber exatamente qual a posição jurídica (direito) dos sócios face aos lucros apurados em cada exercício – *vexata quaestio* da doutrina societária, cuja respostas oscilam entre autores que entendem que se deve reconhecer aos sócios um direito a receber esses lucros, na íntegra, e outros que sustentam que a assembleia é livre de destinar os lucros como bem entender (com as ressalvas da boa fé, do abuso de direito ou de outros limites ao poder da maioria)<sup>11</sup>. Certo é, para o que ora nos interessa, que se pode apontar que o destino normal ou natural dos lucros é a respetiva distribuição pelos sócios – afinal, eles constituem a remuneração do seu capital<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Sobre o alcance do n.º 2 do art. 32.º, v. FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, A posição do acionista face ao lucro de balanço, cit., págs. 26-27.

<sup>9</sup> Sobre o lucro do exercício, ou lucro apurado no exercício, v. VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/ MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, cit., pág. 261, além de FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, A posição do acionista face ao lucro de balanço, cit., págs. 31 e ss..

<sup>10</sup> Cf., *supra*, a nota 5.

<sup>11</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, Estrutura associativa e participação societária capitalística. Contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, pág. 458 e ss.

<sup>12</sup> Citamos de novo FERRER CORREIA (Lições, cit., págs. 237-238): “Não seria razoável colocar os sócios na posição de terem de aguardar a dissolução (...) para só então receberem a parte dos lucros correspondentes ao capital que investiram. Criou-se, com isso, o uso

Em abstrato, contudo, e sem atender às concretas vinculações que da lei ou do contrato possam resultar para a assembleia geral, aos lucros apurados podem ser dados dois grandes destinos – depois de formada a reserva legal e de compensadas as perdas transitadas, se for o caso (n.º 1 do art. 33.º)<sup>13</sup>. A decisão compete, no nosso ordenamento, à assembleia geral (faz parte das suas competências imperativas), a qual pode decidir distribuir esses lucros pelos sócios, aprovando o pagamento de dividendos que remunerem o capital investido, ou pode, em alternativa, deliberar não os distribuir e retê-los estavelmente na sociedade, para com essa decisão *conservadora* prosseguir uma política de autofinanciamento, constituindo desse modo uma reserva – a qual, como não é imposta por lei nem pelos estatutos, mas é assumida por deliberação da assembleia, é designada por reserva livre ou voluntária (ou ainda por reserva eventual, realçando-se com esta designação o seu caráter não constante). A sociedade pode, ainda em abstrato, tomar uma decisão mista ou de compromisso: em parte distribuir, noutra parte levar a reservas livres.

As consequências destas decisões são naturalmente distintas. A decisão de distribuição dos lucros vai formar na esfera jurídica de cada sócio o direito (extracorporativo) à distribuição e à entrega do montante que lhes corresponde nos lucros – ainda que o legislador português tenha temperado a rigidez desta regra com a previsão do n.º 2 do art. 31.º, a que já aludimos.

Cumpre apreciar com detalhe a segunda hipótese. A assembleia pode decidir constituir uma reserva livre com os lucros. Isto significa o quê, no plano jurídico? Significa que a sociedade vai inscrever nas suas contas, tendo por base um determinado incremento patrimonial (lucro), uma cifra correspondente, que é colocada na conta de reservas (livres) existente no passivo. Com isto, as consequências são as seguintes: os lucros correspondentes a essa reserva não são distribuídos pelos sócios, sendo retidos na sociedade; mas como se trata de constituir uma reserva contabilística, e não de aprisionar ou de apreender uma parte específica do património, essa retenção é relativa ou, mais exatamente, indireta: como se forma uma reserva do lado do passivo, verifica-se a sociedade deve manter a respectiva correspondência no património (no ativo), pois, sendo a reserva uma

de considerar como lucros verdadeiros e definitivos os acusados no balanço, e de logo os distribuir..." (sublinhado nosso).

<sup>13</sup> "Se, após a aprovação de um dado balanço anual, se concluir, do modo que expusemos, existirem lucros *distribuíveis* pelos sócios, estes podem deliberar distribuí-los, de facto, ou constituir com eles reservas – denominadas então livres ou eventuais – ou ainda fazê-los transitar para o exercício seguinte (...)": VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, cit., pág. 267.

verba do passivo, a sociedade não pode distribuir o correlativo montante pelos sócios. Todavia, todo o património social, incluindo os excedentes que fundaram a constituição da reserva, pode ser utilizado na atividade objeto da sociedade – e, com isso, pode ser incrementado ou perdido. A assembleia pode ainda inscrever na deliberação que constitui a reserva um destino concreto para o montante correspondente – pode afetá-la, por exemplo, a ampliação de instalações, à aquisição de outra empresa, à constituição de um fundo de segurança financeira, ao pagamento de dívida, destinos que vinculam o órgão de administração na medida em que não interfiram com competências próprias deste ou, pelo menos, na medida em que a assembleia tem uma supremacia prática sobre o *mandato* dos gerentes ou administradores.

A formação de uma reserva livre tem um outro significado. Não havendo perdas ulteriores, enquanto se mantiver a reserva, os sujeitos que contactam com a sociedade sabem que o património social, tal como resulta das contas sociais, continua a ter bens ou direitos que cobrem essa reserva e que os lucros obtidos aquando da sua constituição continuam na sociedade sob a forma de valores patrimoniais. E, importa notar, a constituição da reserva tem uma característica de estabilidade: a reserva apenas pode ser extinta (e desaparecer das contas) pelo mesmo modo por que foi constituída, isto é, mediante uma decisão específica da assembleia geral no sentido da desafetação – desafetação que tanto pode ser destinada a prover (cobrir) perdas entretanto ocorridas, se tiver sido esse o caso, como, não tendo elas ocorrido, pode libertar (extinguir) a reserva para permitir a decisão de distribuir o montante correspondente como lucros (não se olvide que a reserva livre havia correspondido, no exercício da sua constituição, a um lucro apurado nas contas, por natureza distribuível)<sup>14</sup>.

Mas pode suceder que os sócios, por qualquer razão, não queiram tomar decisões definitivas ou tão estritas quanto ao destino a dar aos lucros. Por isso, eles têm uma terceira possibilidade. Em lugar de distribuir ou de constituir uma reserva, e de decidir logo o destino final dos lucros, pode a assembleia geral transportá-los para o exercício seguinte, não lhes dando

<sup>14</sup> O art. 31.º, n.º 1, alude expressamente à distribuição de reservas, que não podem ser as legais e que têm que ser feitas por deliberação dos sócios, possibilidade que é confirmada pelo n.º 1 do art. 34.º. Sobre o regime das reservas livres, a sua desafetação e possível distribuição aos sócios, v. VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, cit., pág. 267 e 270. Referindo-se expressamente à desafetação de reservas para distribuição pelos sócios, v. FERRER CORREIA, *Lições*, cit., págs. 247 e 251 (“as reservas são, portanto, lucros acumulados” e são eventualmente “destinadas a garantir a distribuição de dividendo nos futuros exercícios”), e MANUEL ANTÓNIO PITA, *Direito aos lucros*, cit., págs. 65-66.

qualquer destino específico. Chama-se a isso levar os lucros a resultados transitados ou, numa outra terminologia contabilística, a “conta nova” (operação recíproca pode fazer-se com as perdas, quando as mesmas tiverem sido apuradas – isto é, se houver prejuízos em vez de lucros). Esta decisão é simples e, no essencial, diante das duas opções fundamentais que começámos por referir, consiste numa não-decisão: os sócios decidem adiar a decisão sobre o destino a dar aos lucros apurados, deixando-os pendentes para serem destinados no exercício seguinte – nem distribuem nem retêm estavelmente numa reserva.

Nesse novo exercício, quando se pretenda dar algum destino a esses lucros – e o normal, ainda que, na prática, não forçoso, é que algum destino seja dado mais tarde ou mais cedo, justamente por não se terem estabilizado os lucros numa reserva e eles terem antes, e simplesmente, ficado pendentes de decisão – não é necessária qualquer deliberação de extinção ou desafetação dos lucros. Em rigor, não há qualquer desafetação a fazer, pela singela razão de que os lucros não haviam sido *afetados* ou destinados. Como eles estão “ali”, pendentes, a assembleia tem simplesmente que os destinar, por deliberação que decida sobre a sua aplicação – de outro modo, continuarão pendentes, na conta de resultados transitados.

A toda esta luz, há, é certo, uma semelhança entre constituir uma reserva livre ou levar lucros a resultados transitados – mas essa semelhança reside apenas num ponto, e negativo: os lucros correspondentes não são distribuídos pelos sócios, mantendo-se na sociedade. No plano positivo, a diferença é manifesta: num caso, o das reservas, há uma afetação estável, que só pode ser revertida por outra decisão da assembleia; no outro caso, o dos lucros transitados, há antes (perdoe-se o plebeísmo) um “chutar para a frente”, uma não-decisão, que deixa os lucros correspondentes disponíveis para que a assembleia decida diretamente sobre o seu destino, sem necessidade de interpor qualquer decisão prévia.

Não há, pois, vistos os respetivos regimes, qualquer fundamento para afirmar uma similitude entre as duas opções – de resto, sempre caberia perguntar: se elas fossem semelhantes, qual seria o sentido de as distinguir?

Não resistimos, para reforçar as nossas afirmações anteriores e a rematar o ponto com um argumento de autoridade, a invocar as palavras de um grande Mestre do direito comercial e, em especial, do direito societário, VASCO LOBO XAVIER. Em texto escrito em coautoria com MARIA ÂNGELA COELHO, os Autores esclarecem com cristalina clareza o tema. Tomemos as suas palavras<sup>15</sup>:

<sup>15</sup> VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, cit., pág. 267.

“Se, após a aprovação do balanço anual, se concluir (...) existirem lucros distribuíveis pelos sócios, estes podem deliberar distribuí-los, de facto, ou constituir com eles reservas – denominadas então livres ou eventuais – ou ainda fazê-los transitar para o exercício seguinte – levá-los a «conta nova», para usar uma expressão vulgar na prática.

Neste último procedimento veem alguns autores uma forma especial de constituição de reservas – o que se explica por serem usualmente definidas como «lucros acumulados», ou seja, subtraídos à partilha pelos sócios.

Mas não é exata, em bom rigor, tal maneira de conceber as coisas. O regime dos *lucros transitados* não se identifica com o das reservas verdadeiras e próprias. Findo o exercício seguinte àquele cujos *lucros de balanço* foram «levados a conta nova», estes irão, necessariamente, ou cobrir perdas eventualmente verificadas ou então engrossar o quantitativo passível de distribuição pelos sócios nesse momento. E isto, note-se, sem que para o efeito se torne necessária uma deliberação *ad hoc* – ou, mais exatamente, se torne necessária a observância do mecanismo necessário à desafetação das reservas verdadeiras e próprias”.

### 3. Lucros apurados e retidos (não distribuídos): a constituição de reservas e o transporte (lucros transitados) na lei

No número anterior apontámos a diferença entre constituição de reservas e lucros transitados tendo em conta o modo de funcionamento geral do mecanismo societário. Passamos agora a um olhar mais próximo sobre os preceitos legais que disciplinam a matéria.

Após o final de cada exercício, e antes da assembleia anual, o órgão de administração deve apresentar o relatório de gestão e as contas do exercício, os quais serão acompanhados de uma proposta sobre aplicação de lucros e tratamento de perdas, que pode ou não ser autonomizada das contas (a proposta de aplicação de resultados fará parte do relatório de gestão: n.º 1, alínea f), do art. 66.º), para que os sócios deliberem sobre elas (n.ºs 2 e 5 do art. 263.º e n.º 1 do art. 451.º, respetivamente para as sociedades por quotas e para as anónimas).

Em geral – isto é, para todos os tipos societários – a lei impõe que a distribuição de lucros ou de reservas, seja “objeto de deliberação destes [dos sócios, *rectius*, da assembleia]” (art. 31.º, n.º 1, *in fine*) e que sejam “expressamente mencionadas na deliberação [de distribuição] quais as reservas distribuídas, no todo ou em parte, quer isoladamente quer juntamente com lucros de exercício” (n.º 4 do art. 33.º). Por força destes preceitos, a distribuição de lucros, seja de lucros ainda não objeto de decisão sobre a sua aplicação, seja de lucros que deram lugar a constituição de

reservas, carece de uma deliberação nesse sentido da assembleia geral. No caso das reservas, além da decisão no sentido da distribuição, a lei impõe especial e especificamente que a deliberação mencione quais as reservas desafetadas e distribuídas como lucros.

Ora, impõe-se sublinhar, a especial exigência da lei é estritamente cingida às reservas, sem qualquer menção aos lucros transitados. Em consequência, estes ficam sob a alcada do n.º 1 do art. 31.º, e carecem tão-só de uma deliberação no sentido da sua distribuição, se essa for a opção dos sócios, mas estão fora do âmbito de aplicação do n.º 4 do art. 33.º. É o que decorre da letra da lei e é o que se coaduna com a distinta natureza das opções (v., *supra*, o ponto anterior): só a distribuição de reservas, justamente por ter havido afetação dos lucros, justifica (e carece de) uma deliberação prévia de desafetação; os lucros transitados são destinados, sem mais, por deliberação cujo único objeto é *fazer aquilo que ainda não foi feito* – decidir sobre o seu destino, ou, se quisermos, decidir a sua afetação.

Num outro plano, o regime legal revela que é justamente assim. O ponto de partida é simples, e já identificado, e o argumento não envolve complexidade. Vejamos. No que respeita aos lucros transitados, não pode deixar de valer, por maioria de razão, o princípio que justifica o regime previsto no já mencionado n.º 2, alínea *b*), do art. 31.º: na verdade, se os lucros distribuídos mas não entregues (a lei alude a deliberação ainda não cumprida) são afetados pelas “alterações entretanto ocorridas no patrimônio social”, isto é, por perdas ulteriores, os lucros transitados – recorde-se: aqueles sobre os quais não recaiu ainda uma decisão definitiva e sobre-tudo que não ingressaram sequer, a título de dividendos, no patrimônio dos sócios, e que estão, portanto, pendentes de destinação – não podem deixar de ser afetados pela superveniência de perdas. Com efeito – e escrevemos inspirados, mais uma vez em palavras de VASCO LOBO XAVIER e MARIA ÂNGELA COELHO –, se sobrevierem perdas, os lucros transitados irão *automaticamente servir para cobrir esses resultados negativos, ou seja, serão engolidos ou desaparecerão como lucros* por força das perdas entretanto verificadas.

É, aliás, essa relação automática com os resultados ulteriores que a lei prevê especificamente para os resultados transitados que sejam perdas: o n.º 1 do art. 33.º estabelece claramente que os lucros apurados num exercício não podem ser distribuídos se forem necessários para cobrir prejuízos transitados. A explicação é que os lucros de um exercício são automaticamente consumidos pelos prejuízos anteriores (transitados de outro exercício) e a razão de ser da regra é que, havendo perdas anteriores, os lucros apurados num exercício não são reais lucros vistos à escala da atividade continuada da sociedade. Ora, a mesma relação automática se justifica quando a situação é a recíproca: se os resultados transitados

forem lucros, eles são também “anulados” ou *consumidos* pelos prejuízos seguintes, pois que, sempre à escala da atividade continuada, os lucros anteriores deixaram de ser lucros (numa imagem impressiva, ainda que não inteiramente rigorosa, eles converteram-se em perdas – obviamente, na medida da respectiva dimensão). Em suma: como os resultados de cada exercício nunca são absolutos e têm sempre que ser relacionados com o passado e com o futuro da atividade social, os resultados transitados ficam sujeitos a esta relação “automática” com os resultados do exercício seguinte (ou dos exercícios seguintes, se o transporte for subsistindo)<sup>16</sup>.

É claro que, se não haver perdas que impliquem o *desaparecimento automático* dos lucros transitados, estes, como lucros, podem ser distribuídos, ficando apenas sujeitos ao princípio geral do n.º 1 do art. 31.º, ou seja, ao princípio da necessidade de deliberação para distribuição aos sócios. Como não tinha havido, em rigor, decisão sobre eles, não se exige a desafetação daquilo que não havia sido afetado, bastando que – agora sim – se tome a decisão de distribuir (na hipótese que se considera: mas os sócios podem sempre optar por constituir reservas com esses lucros transitados). Em síntese, pode afirmar-se que, por força da lei, os lucros pendentes ficam ... pendentes e condicionados à evolução ulterior da atividade social: ou, numa hipótese pouco provável, subsistem intocados, ou, mais plausivelmente, se lhes juntam mais lucros, apurados no exercício seguinte, e nesses casos são suscetíveis de distribuição, sem necessidade de qualquer outra deliberação que não a prevista no n.º 1 do art. 31.º, ou, em alternativa, são “engolidos” por perdas.

## II – Reservas e cobertura de perdas: o *desaparecimento de lucros transitados* (ou a extinção de reservas livres) e os interesses de credores

### 1. A deliberação que extingue reservas livres ou *apaga* resultados transitados e os interesses dos credores

Os lucros acumulados em um ou mais exercícios, não tendo sido distribuídos pelos sócios e não tendo ingressado, por essa via, no património deles, mantêm-se, no sentido que acima referimos, na sociedade.

<sup>16</sup> VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, cit., págs. 267 e 270, falam de relação necessária dos resultados transitados com os novos resultados ou automática (aqui por contraposição, justamente, às reservas).

Constituem reservas ou, em alternativa, apresentam-se como resultados transitados.

A propósito da diferença do regime entre reservas livres e lucros transitados, assinalámos já um seu possível destino: caso sobrevenham perdas, as reservas e os resultados transitados são destinados naturalmente a cobrir os prejuízos. Os lucros transitados são afetados a esse fim automaticamente. Já as reservas livres, tendo sido constituídas por deliberação dos sócios, podem ser utilizadas para cobrir perdas supervenientes por opção dos sócios tomada em assembleia geral: a cobertura dos prejuízos verificados através da desafetação de reservas livres é o primeiro de dois procedimentos que os sócios podem adotar para lidar com as novas perdas – o segundo é transportar os prejuízos para o exercício seguinte (possibilidade a que a alínea *b*) do art. 296.<sup>º</sup> alude expressamente, como veremos já de seguida)17.

A compensação de perdas é também um destino possível da reserva que se constitui por imposição legal: a reserva legal pode ser desafetada para cobertura de perdas, quer no próprio exercício em que estas se verificam (alínea *a*) do art. 295.<sup>º</sup>, aplicável às sociedades por quotas nos termos do art. 218.<sup>º</sup>), quer em exercícios ulteriores (se os sócios tiverem optado numa primeira fase por as levar a prejuízos transitados: alínea *b*) do mesmo preceito). Ao admitir esta possibilidade – que confirma que as reservas são em geral destinadas a cobrir perdas – a lei estabelece uma ordem de afetação a esse fim e confirma implicitamente a especial vinculação das reservas livres a ele. Com efeito, a utilização da reserva legal para cobertura de perdas está sujeita a uma regra: em qualquer dos casos em que é possível, ela deve fazer-se observando a precedência da utilização (e desafetação) de outras reservas, que são justamente as reservas livres e as reservas estatutárias (cf. as alíneas *a* e *b*), *in fine*, do art. 296.<sup>º</sup>).

A precedência prevista na lei e a previsão especial quanto à reserva legal confirmam que as reservas livres (e as estatutárias) são, em caso de superveniência de perdas, destinadas naturalmente a cobrir ou compensar esses resultados negativos, seguindo-se-lhe, nessa aplicação, se essas outras reservas não existirem ou não forem suficientes, a reserva legal.

Compensar perdas é, pois, um destino natural e expressamente previsto na lei para as reservas – que assim *desaparecem* naturalmente, com prioridade para as reservas livres. Essa função, recorde-se, é automática nos lucros transitados.

<sup>17</sup> VASCO DA GAMA LOBO XAVIER/MARIA ÂNGELA COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro de balanço e lucro distribuível*, cit., págs. 267-268.

Com isto, entroncamos num outro ponto: a ideia comum, mas errada, segundo a qual as reservas e os lucros transitadas, tal como o capital social, estão “ali” (nas contas), qual fundo imobilizado, para proteger credores – com o que *mexer* em qualquer dessas verbas contenderia irremediavelmente com os interesses destes. Ora, não faz qualquer sentido – visto, desde logo, o destino natural das perdas em caso de perdas – pensar (e muito menos sustentar) o capital, as reservas ou os lucros transitados como uma espécie de fundo imobilizado que os credores sociais podem sempre acionar e cuja extinção ou desaparecimento provoca um irremediável prejuízo para os interesses deles. Na verdade:

- i) o capital e as reservas livres ou os lucros transitados não constituem um fundo, mas são antes meras cifras contabilísticas que implicam um correspondente patrimonial – os credores pagam-se com ativos constantes do património da sociedade, não com reservas ou lucros;
- ii) essas cifras não estão imobilizadas à espera de uma qualquer ação de credores: pelo contrário, a lei afeta os lucros transitados automaticamente à cobertura de perdas e permite a utilização das reservas livres para esse fim (obrigando até a que essa utilização se dê antes da mobilização da reserva legal);
- iii) e a formação de uma reserva tão-pouco implica a imobilização definitiva ou duradoura ou a retenção de bens do ativo correspondentes, só impedindo a sua distribuição sem prévia desafetação: com a reserva, os bens da sociedade continuam todos afetos à atividade social e podem ser perdidos na sorte os negócios.

Não significa isto que os credores não beneficiam, em certa medida, com a existência de lucros acumulados: como é óbvio, para os credores é sempre mais favorável que existam lucros de exercícios anteriores que não foram distribuídos do que a situação inversa. Mas não é esta a função, no plano jurídico, desses lucros, nem esse benefício tem uma consistência jurídica efetiva. Por um lado, esses lucros permitem, é certo, compensar contabilisticamente as perdas, mas este resultado, que em abstrato interessa aos credores, opera na realidade apenas no plano das contas – na realidade do deve e haver da sociedade, ou há património com que pagar aos credores ou estes não se podem fazer pagar por verbas da contabilidade: o ter havido lucros que não foram distribuídos dá apenas aos credores uma probabilidade maior de o património chegar para se fazerem pagar ... Por outro lado, no plano do património, tendo passado a haver perdas, estas supõem uma diminuição patrimonial e, quanto a isso, os credores

apenas têm a vantagem indireta ou implícita de, tendo havido lucros em exercícios anteriores que não foram distribuídos, ser maior a consistência patrimonial no momento em que o negócio social se deteriora. Há, como é evidente, tendo sido retido lucros, uma maior capacidade de amortecimento das perdas registadas. Mas os lucros acumulados não constituem qualquer garantia específica ou jurídica de proteção dos credores.

## 2. Os lucros transitados e a suscetibilidade de serem distribuídos – os interesses dos credores

Esta conclusão é confirmada, se de confirmação houvesse necessidade, pela ponderação da natureza dos lucros. Vamos considerar, para mais incisivamente o evidenciarmos, o cenário inverso àquele que configurámos no ponto anterior.

Pode, na verdade, suceder que a evolução da sociedade vá noutro sentido, e que continuem a ser apurados lucros e, portanto, os lucros transitados não desapareçam (não sejam engolidos, na expressão que nos parece sugestiva) pela adveniência de perdas.

Neste caso, a situação é a seguinte: a sociedade havia acumulado lucros através da constituição de reservas livres e (ou) do seu transporte e a esses lucros acumulados juntam-se – neste cenário novo e mais feliz – novos lucros, gerados nos exercícios seguintes.

O lucro apurado pela sociedade é o produto da atividade na qual foi aplicado o investimento dos sócios na sociedade. Ora, como excedente patrimonial apurado, o lucro não só é sempre suscetível de distribuição pelos sócios como esse é o seu destino típico – e nenhum outro que implica saída da sociedade lhe pode ser imposto. Só não é assim para os lucros acumulados (não distribuídos) que são afetados à reserva legal, por força do regime especial a que está sujeita – esse sim, destinado (também) a proteger credores, ao lado do capital social.

A suscetibilidade de ser distribuído é – já o sublinhámos noutro local – a característica inerente ao lucro<sup>18</sup>. Essa suscetibilidade de distribuição não muda essencialmente pela circunstância de os lucros terem sido retidos na sociedade no ano em que foram formados e apurados: os lucros transitados e as reservas livres ou estatutárias, sendo lucros retidos, podem

<sup>18</sup> “Não serão verdadeiros lucros as quantias à partida insuscetíveis de distribuição, pois os lucros destinam-se a repartição pelos sócios” (pág. 31, nota 32) e apresentam, assim, a “característica da distributividade abstrata” (pág. 32): FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, A posição do acionista face ao lucro de balanço, cit., págs. 32.

sempre ser distribuídos, variando apenas o procedimento necessário para ser tomada essa decisão, por ser diferente o grau de afetação à sociedade e de vinculação dos sócios à decisão tomada – como vimos já, os lucros transitados podem ser distribuídos sem qualquer requisito que não seja a deliberação da assembleia a decidir a sua distribuição<sup>19</sup>.

A possibilidade de distribuição de lucros transitados e de reservas livres é uma decorrência da natureza da sociedade e dos próprios lucros. De resto, a lei alude expressamente a essa hipótese: a possibilidade de os sócios distribuírem reservas (*rectius*, desafetarem reservas e distribuírem os lucros correspondentes) – que não a legal, submetida a regime especialíssimo – é justamente a hipótese do já mencionado n.º 4 do art. 33.º, que estatui, para esse caso, a necessidade de indicação expressa de qual a reserva ou reservas em causa. Por maioria de razão igual destino pode ser dado aos lucros transitados, que correspondem a uma retenção não estável, por natureza.

Pois bem. Se os lucros acumulados e levados a reservas ou a resultados transitados podem ser objeto de distribuição, não se consegue excogitar fundamento para afirmar que esses lucros constituem uma garantia para credores e que a deliberação que os suprime afeta os interesses destes. Os lucros destinam-se por natureza aos sócios e a sua existência apenas “garante” (revela ou assegura, se quisermos evitar qualquer conotação com o sentido técnico-jurídico estrito do termo garantia) aos credores que os negócios correm bem e que a sociedade produz lucros, se não houver ainda decisão sobre a sua retenção ou se tiver havido distribuição, ou que os negócios correm bem e os sócios decidiram não proceder à distribuição dos lucros correspondentes, mantendo o reforço do património, se for esse o caso. Mas a “garantia” aparentemente mais forte, a que resulta da decisão de reter, desvanece-se de imediato com a possibilidade, sempre em aberto, de esses lucros serem afinal distribuídos pelos sócios. Os credores não têm qualquer pretensão juridicamente tutelada que impeça a distribuição de lucros, sejam eles atuais (do próprio exercício), transitados ou constituídos em reservas livres<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> Em rigor, no caso dos lucros transitados nem se poderá falar de afetação à sociedade: a decisão de os transportar para o exercício seguinte é, sob esse ponto de vista, uma não-decisão.

<sup>20</sup> A afirmação do texto não a fazemos apenas agora: “em ordenamento como o português, em que, para lá das reservas impostas na lei ou nos estatutos, os sócios são livres de distribuir integralmente os lucros apurados, é patente que só limitadamente há um interesse legalmente protegido dos credores à lucratividade da sociedade, ou, dito de outro modo, ao respeito pelo escopo lucrativo da sociedade. Os credores têm apenas direito a não verem distribuídos ou alienados bens se, com isso, o valor do património ficar abaixo

Aliás, há que o repisar nesta ocasião, mesmo os lucros acumulados em reservas – a retenção mais estável – apresentam-se nas contas como meras cifras contabilísticas, cifras de referência em relação ao património, e o que garante realmente os credores são os bens ou direitos que integram o património da sociedade. Os lucros não distribuídos e transportados e as reservas não respondem, em si mesmos, pelas dívidas da sociedade.

### **III – A distribuição dos lucros: o princípio da repartição periódica**

#### **1. O art. 980.º do Código Civil, o contrato de sociedade e o escopo lucrativo**

O destino natural dos lucros é a sua distribuição pelos sócios. Independentemente da existência de um direito dos sócios sobre o lucro, como aquele que está consagrado, no Código das Sociedades português, nos arts. 217.º e 294.º, a assembleia está vinculada, na deliberação sobre a aplicação e resultados, a colocar a distribuição como o destino que prevalece sobre os demais e que só pode ser afastado se houver razões sociais relevantes.

Como já assinalámos, e agora importa recordar, sob uma perspetiva nova, no contrato de sociedade, os sócios acordam constituir uma estrutura associativa supraindividual. Acordam em a dotar de um acervo patrimonial inicial, constituído pelas suas entradas, ao que se segue a definição da atividade a exercer. Essa dotação patrimonial destina-se a que a sociedade a aplique (invista) na atividade que os sócios definiram. Para que o contrato seja qualificável como contrato de sociedade, o objetivo final da formação da sociedade e do exercício da atividade é a obtenção de lucro: este é o último elemento que deve constar do acordo entre os sujeitos para que este se apresente como contrato de sociedade. O resultado comum de uma atividade económica bem sucedida, no sistema económico capitalista, é, salvo em casos marginais ou especiais, a obtenção de um incremento do património posto (ou investido) nela, que se analisa num ganho ou excedente. A esse ganho (eventual) chama-se, em termos genéricos, lucro. Ora, nos termos do art. 980.º do Código Civil, para que haja acordo societário, os sócios devem impor à sociedade o escopo de repartir os lucros – repise-se, impõem à sociedade e não a si próprios, pelo que se trata de um fim da sociedade, associativo, e não de um fim indivi-

da cifra do capital": FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, Estrutura associativa e participação societária capitalística, cit., pág. 283.

dual dos sócios. Daqui decorre implicitamente que a sociedade tem por objetivo último (escopo) justamente procurar o lucro – só pode ter como objetivo repartir lucros quem os procura obter.

Assim, por força do art. 980.º, para ser qualificado como contrato de sociedade é mister que os sócios, explícita ou implicitamente, aponham à sociedade o escopo de obter e ulteriormente repartir os lucros, o que concretamente de analisa no escopo de desenvolver a atividade com vista à obtenção de lucros e à sua repartição pelos sócios. É este escopo, a par do tipo de estrutura associativa, que distingue a sociedade de outras entidades, porventura também com origem em contratos (associações, cooperativas ou agrupamentos complementares de empresas, por exemplo), que exercem ou podem exercer atividades económicas e que, nesse exercício, podem até obter lucros: essas outras entidades não podem ter como escopo próprio e institucional a obtenção de lucro, pois que tal nota é característica da sociedade.

O escopo lucrativo previsto no art. 980.º não é, note-se bem, um escopo que tenha que se verificar nas esferas individuais dos contraentes e não há, pois, a necessidade de verificar qualquer comunhão real entre os contraentes relativamente aos seus próprios fins: basta que cada um deles queira que se crie uma estrutura com aquele escopo<sup>21</sup>. Obter e repartir lucros é um escopo que os sócios impõem à sociedade e que eles não têm que partilhar – um fim associativo não é a soma dos fins individuais pré-formulados. No plano do contrato, os sujeitos apenas têm que querer e exprimir a sua vontade de constituir uma estrutura que assuma o escopo lucrativo e cada um deles pode não ter qualquer desígnio pessoal relativamente a lucros – basta, para haver sociedade, que todos assumam que a sociedade o tenha.

O fim que se manifesta no contrato é, assim, um fim associativo (aposto à estrutura associativa): o fim lucrativo nasce, com relevo jurídico, no plano da sociedade<sup>22</sup> e distingue-se dos fins individuais dos sócios-contraentes – as motivações e os fins individuais dos contraentes na constituição da sociedade distintos do fim de dar à sociedade o escopo lucrativo, por mais determinantes que tenham sido da participação de cada um na constituição da sociedade, se não forem transpostos para o plano da estrutura e, por isso, convertidos de meros intutos pessoais em intutos sociais

<sup>21</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, Estrutura associativa e participação societária capitalística, cit., pág. 240 ss e 253 ss.

<sup>22</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *O Direito aos lucros no Código da Sociedade Comercial (à luz de 5 anos de vigência)*, in Problemas do Direito das Sociedades, sep., Coimbra, Idet, Almedina, pág. 186-187.

(ou institucionais), ficam confinados ao plano dos contraentes e são, para todos os efeitos, exteriores à sociedade. Esses fins individuais, enquanto tais, não têm qualquer relevo no plano da qualificação do contrato – sem prejuízo, naturalmente, de os contraentes poderem, no contrato da sociedade, transmutar meros fins individuais em fins da estrutura associativa que não sejam incompatíveis com as características tipológicas essenciais da sociedade ou com preceitos do regime legal a que esta está submetida. É, assim, irrelevante, para a qualificação do contrato, a conflitualidade que existe entre os contraentes em ordem ao lucro, da mesmo modo que o é a existência de uma comunhão real de fins entre os sócios – basta que todos queiram ou aceitem que se crie a estrutura com aquele escopo<sup>23</sup>.

A interpretação do art. 980.º segundo a qual o fim lucrativo referido no preceito é um fim associativo e não um fim pessoal dos contraentes é suportada na sua letra e na sua estrutura. Na economia e na sequência do preceito, o escopo lucrativo surge num segundo momento do contrato, após a verificação dos demais acordos obtidos entre os contraentes: estes formam em primeiro lugar a estrutura, dotam-na, depois, de um acervo de bens, definem de seguida a atividade a exercer e, por fim, já constituída a estrutura, impõem-lhe o escopo de obter e repartir lucros. O acordo relativo aos lucros surge já após o acordo pelo qual se constitui a sociedade e coloca-se, assim, já no plano da nova estrutura: o art. 980.º, quando faz menção ao “fim de repartirem os lucros” como elemento o tipo contrato de sociedade, refere-se não propriamente aos sócios e a um intuito de cada um de individualmente repartir lucros, mas antes a um fim social, societário ou associativo.

Não é exata, pois, a ideia, decorrente de uma interpretação literal da lei, segundo a qual se imputa aos sócios, pessoalmente, o escopo lucrativo<sup>24</sup>.

A circunstância (frequente, na prática tipificada) de um contrato de sociedade não conter uma menção específica ao escopo lucrativo não permite a conclusão de que não se trata de sociedade. Para haver contrato de sociedade, basta que, por interpretação do contrato, nos termos gerais aplicáveis à declaração negocial (trata-se de interpretar o contrato propriamente dito, e não as regras estatutárias que se dirigem a reger a organização instituída pelo contrato) e mobilizando todos os elementos que permitam

<sup>23</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, Estrutura associativa e participação societária capitalística, cit., págs. 240 ss e 252 ss.

<sup>24</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, Estrutura associativa e participação societária capitalística., cit., pág. 252-253.

reconstituir o sentido da vontade das partes<sup>25</sup>, se possa dele retirar que os contraentes intentam constituir uma estrutura com esse escopo. Essa conclusão alicerçar-se-á comumente na declaração de querer constituir uma sociedade e na remissão genérica ou implícita para o regime legal aplicável às sociedades – deve entender-se que, com isso, os contraentes estão implicitamente a aderir a que a sociedade adote esse escopo lucrativo<sup>26</sup>.

## **2. O princípio da distribuição: o escopo associativo e a obtenção e repartição de lucro como regras a respeitar pela sociedade – relação com o art. 20.º, n.º 1, do CSC, e reflexos no direito geral ao lucro**

Ao intuito de os sócios fixarem à sociedade um escopo lucrativo, que deve estar presente no contrato, corresponde, naturalmente, na esfera da estrutura associativa, o escopo lucrativo (fim) da própria sociedade. A obtenção de lucros, como já se viu, é colocada, com a celebração do contrato, na esfera da sociedade.

Daqui decorre, desde logo, que do art. 980.º não resulta um direito do sócio à distribuição de lucros: a simples celebração do contrato e o fim apostado à sociedade não têm qualquer projeção na esfera de direitos do sócio. Se um facto normal será os sócios terem um interesse na obtenção e distribuição de lucros, por isso ser inerente à lógica do investimento em geral e ser essa a forma específica de remuneração do investimento societário, todavia, ao criarem a nova estrutura e ao mudarem a sua condição de meros contraentes para sócios, estes transferem não só a obtenção como a própria apropriação e, sobretudo, a repartição do lucro para o domínio dessa estrutura. Só pelo jogo das regras próprias da sociedade ou da disciplina legal surge uma posição jurídica do sócio face à sociedade.

Não é irrelevante, no entanto, o escopo lucrativo. Uma vez qualificado o contrato como contrato de sociedade, resulta daí a constituição de uma estrutura coletiva (ainda que, para que esta atinja a sua dimensão mais completa, a lei exija um processo constitutivo que não se reduz à celebração do contrato) que vai ter como escopos obter e repartir pelos sócios esses lucros. A circunstância de estes fins, a mais de serem qualificantes, se colocarem como fins da sociedade, implica que eles tenham um papel específico e estruturante da vida associativa: vão tornar-se princípios recto-

<sup>25</sup> HUGO DUARTE FONSECA, Sobre a interpretação do contrato de sociedade nas sociedades por quotas, Coimbra, Almedina, 2008, págs. 145 e ss.

<sup>26</sup> V. FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, Estrutura associativa e participação societária capitalística, cit., págs. 257-262, 246-247 e 252-256.

res ou orientadores da atuação da estrutura societária, que a eles fica naturalmente vinculada. Estes princípios, por regerem a sociedade enquanto estrutura associativa, podem ser designados por princípios associativos, e não resulta deles, sem mais, um qualquer direito na esfera jurídica dos sócios, que seja suscetível de findar uma concreta pretensão à distribuição efetiva de uma quantia: o sócio tem tão-só a posição ativa correspondente à vinculação da sociedade a observar o princípio que lhe é aposto – isto é, tem um direito geral ou abstrato ao lucro, que é a contraface na esfera jurídica do sócio do escopo de obter e repartir os lucros que é imposto à sociedade: imposto à sociedade, no contrato, o escopo de obter e repartir lucros, todo o sócio, pelo simples facto de o ser, adquire, no plano da sociedade, o direito correspondente a que a sociedade prossiga o escopo lucrativo e a participar nos lucros obtidos. É este direito geral e social – direito social e não direito subjetivo – que está consagrado no art. 21.º, n.º 1, alínea a) do CSC, e é ele a expressão, na esfera individual dos sócios, do escopo lucrativo. O direito analisa-se simplesmente na pretensão a que a sociedade (*rectius*, os órgãos da sociedade no exercício das suas competências) observe o princípio da repartição ou distribuição, e é, assim, um direito social e não um verdadeiro subjetivo. O direito social é o reflexo da regra que se impõe à atuação da sociedade e dos seus órgãos, e só da concretização dela por atos da sociedade – ou de específicas previsões da lei ou dos estatutos que introduzam uma regra adicional e prevejam uma relação definida e quantificada entre o sócio e o lucro, mediante a definição do facto e do montante da distribuição – pode resultar o direito a uma prestação pecuniária.

A regra associativa imposta à sociedade não é, portanto, desprovida de efeitos. Ela implica deveres de comportamento da sociedade e dos seus órgãos na atuação interna-associativa, no que concerne à destinação dos lucros: a destinação dos lucros, com as várias possibilidades que comporta, é decidida pelos órgãos próprios da sociedade, de acordo com as suas regras de funcionamento e no respeito pelas vinculações legais e contratuais que incidam sobre a matéria. Então, da regra associativa decorrem limites internos à atuação dos órgãos sociais (e, indiretamente, da maioria) no que respeita ao destino a dar aos lucros. Desde logo, a circunstância de existir um princípio para atuação da sociedade fornece um critério de aplicação da alínea b) do n.º 1 do art. 58.<sup>27</sup>

O princípio associativo tem ainda um conteúdo positivo. Enquanto regra interna de funcionamento e procedimento, é um princípio que rege

<sup>27</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *O Direito aos lucros no Código da Sociedade Comerciais Direito*, cit., págs. 193-194.

a atividade da estrutura associativa, pelo que esta deve observar um favor à repartição. Por isto, o órgão de administração está adstrito, nos seus atos, a procurar a obtenção de lucro. E a assembleia (em último termo, a maioria), obtidos os lucros, terá que decidir no sentido da distribuição<sup>28</sup>. Mas, neste caso, o limite não é estrito: a sociedade poderá dispor em sentido distinto da distribuição de lucros se isso se justificar no quadro do desenvolvimento da atividade social. O princípio da repartição está assim sujeito à confluência das regras da empresa, pelo que a sociedade pode optar por fazer prevalecer a opção pela continuidade e reprodução do processo produtivo e até pela ampliação (e não a mera reprodução) do processo produtivo – e, assim, o princípio associativo do favor à distribuição poderá ver o seu funcionamento concretamente paralisado sempre que, por essas outras regras, se justifique a retenção. A conclusão é, pois, a de que, na falta de direito conferido legal ou estatutariamente, a sociedade tem um dever social de distribuir, que pode ceder perante decisão em contrário fundada no interesse da sociedade (normalmente alicerçado na empresa), decidido pela maioria, nos termos gerais: o princípio associativo, na medida em que vincula a assembleia, impõe a fundamentação da recusa de distribuição em um interesse social – a assembleia não pode não distribuir, sem mais, e também não pode fundar a recusa em motivos extrassociais. A sociedade deve pois fundamentar a deliberação em que não respeita o princípio de repartição a que está vinculada.

A participação do sócio nos lucros tem, portanto, um caráter duplamente aleatório. Depende, desde logo, da obtenção dos lucros e da sua determinação contabilística. Por isso, a lei proíbe, apesar do escopo lucrativo, que seja estabelecida no contrato uma remuneração certa do capital (art. 21.º, n.º 2). Depois, depende, na falta de previsão legal ou contratual que a defina, de concretização por ato da sociedade. É o que se exprime na regra do art. 32.º, n.º 1, do CSC.

Sendo o fim lucrativo qualificante, o princípio associativo que dele decorre e o direito que lhe corresponde são inderrogáveis e irrenunciáveis. A esta luz, o n.º 3 do art. 23, que comina a nulidade para a cláusula estatutária que exclui um sócio da participação nos lucros (pacto leonino), reporta-se a uma cláusula individualmente dirigida (ou dirigida a um

<sup>28</sup> Sobre a distinção (não apenas nominal) entre obtenção e distribuição do lucro, com o objetivo de identificar o escopo lucrativo com o interesse comum, v. VASCO LOBO XAVIER, Anulação de deliberação social e deliberações conexas, Coimbra, Almedina, 1975, pág. 244, n. 116. Para uma introdução ao tema do direito ao lucro, com referência a esta distinção, além de FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, A posição do acionista face ao lucro de balanço, *passim*, mas esp. o Cap. II, cf. G. COLOMBO, *Il bilancio d' esercizio*, em Tratatto delle società per azioni, dir. por Colombo/Portale, vol VII, t. 1, Milão, Utet, 1994, pág. 501 ss.

grupo de sócios), e não se aplica a uma cláusula que afaste todos os sócios da participação nos lucros. Uma cláusula deste género não é nula, mas implica a qualificação do contrato como contrato diverso do contrato de sociedade, na medida em que põe em causa uma dimensão fundamental do escopo lucrativo<sup>29</sup>. Por outro lado, não é apenas nula a cláusula que exclui em absoluto o sócio da participação nos lucros. Dada a relação entre participação no lucro e investimento, que funda a proibição do pacto leonino, viola também o n.º 3 do art. 23.º a cláusula que derroga o regime supletivo de distribuição de forma a subvertê-lo sem uma justificação na concreta relação societária.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *O Direito aos lucros no Código da Sociedade Comercial*, cit., pág. 188. Sobre a distinção entre cláusula que exclua os sócios da repartição e cláusula que exclua a repartição periódica, cf. tb a ob. cit. pág. 188.

<sup>30</sup> FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *O Direito aos lucros no Código da Sociedade Comercial*, cit., pág. 189.



**RESUMO:** Os *Hedge Funds* não foram responsáveis pelo desencadear da crise financeira de 2007/2008. No entanto, estiveram sob escrutínio desde então. Por vezes, o ativismo dos *Hedge Funds* causou problemas na governação das sociedades. Embora a DGFIA não seja apenas uma *Diretiva dos Hedge Funds*, contém algumas regras que terão consequências para o seu modo de atuação. São suficientes? Provavelmente não.

**Palavras-chave:** Fundos de cobertura; Fundos de Investimento Alternativo; Governação das sociedades; Desmembramento de ativos.

**ABSTRACT:** *Hedge Funds* weren't responsible for the triggering of the 2007/2008 financial Crisis. However, they have been under scrutiny since then. Occasionally, *Hedge Funds*' activism caused corporate governance problems. The AIFMD is not only a *Hedge Funds Directive*, but it contains some rules that will have consequences for their way of acting. Are they enough? Probably not.

**Keywords:** *Hedge Funds*; Alternative Investment Funds; Corporate Governance; Asset Stripping.

ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS\*

## DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas

### 1. Nota introdutória. O contexto<sup>1</sup>

Os *Hedge Funds*<sup>2</sup> ficaram sob maior escrutínio após a crise financeira de 2007/2008, que, no entanto, não foi verdadeiramente por eles desen-

<sup>1</sup> Este texto constitui parte de uma obra mais extensa dedicada à governação das sociedades por quotas e anónimas que se destina a servir de apoio ao estudo das minhas alunas e dos meus alunos das unidades curriculares do Curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Forenses da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. A elas e a eles vai dedicado. Parte da bibliografia utilizada para preparar este texto foi obtida durante uma estadia para investigar no *Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht* de Hamburgo durante o mês de abril de 2016. A referida estadia contou com o apoio da Fundação Rangel de Sampaio e da Fundação Engenheiro António de Almeida. Agradecemos, por isso, a todas as referidas instituições. O presente texto ficou terminado em 30 de setembro de 2017. As opiniões nele contidas não constituem conselhos, recomendações ou informações, e a análise de qualquer caso concreto não dispensa o devido aconselhamento jurídico. Apesar do cuidado e tempo dedicados à escrita deste artigo, não podemos garantir que toda a legislação aplicável tenha sido citada. A escolha foi feita em função do que considerámos ser o relevante da mesma para o tema.

<sup>2</sup> Vamos usar estes termos por serem os mais conhecidos. Na *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às medidas estruturais destinadas a melhorar a capaci-*

\* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra  
Investigador do Instituto Jurídico da Faculdade de Direito

cadeada. As intervenções que se seguiram (cfr., em particular, a Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos – a DGFIA ou AIFMD –, a Diretiva 2014/65/UE (DMIF II), o Regulamento (UE) 648/2012 (EMIR), a Lei (Chris) Dodd- (Barney) Franck, entre outros) deram-lhes particular atenção<sup>3</sup>. A sua relação com a negociação de derivados, com as vendas a descoberto e com o *shadow banking* tem sido revelada<sup>4</sup>.

No entanto, a vida dos *Hedge Funds* não começou em 2007. Vários anos antes, a sua atuação já era objeto de estudo e de alertas<sup>5</sup>. O colapso do fundo *Long Term Capital Management* (LTCM), em 1998<sup>6</sup>, mostrou que os *Hedge Funds* podem desencadear crises graves<sup>7</sup>. Nos EUA, as lacunas legislativas permitiam aos *Hedge Funds* beneficiar de uma relativa obscuridade<sup>8</sup>, sendo a *Dodd-Frank* responsável por lhes ter dado maior trans-

*dade de resistência das instituições de crédito da UE COM(2014) 43 final, p. 9, faz-se referência a «fundos de cobertura».*

<sup>3</sup> Foram também muito importantes o *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions* do *Financial Stability Forum* (2002), os *Principles for the valuation of hedge fund portfolios* da IOSCO (2007) e, desta última também, o *Final Report on Hedge Fund Oversight* (2009).

<sup>4</sup> Cfr., sobre isto, ROBERT MIRSKY, «Foreword», in *Hedge Funds. Jurisdictional comparisons*, 2. Ed., Thomson Reuters, 2014, p. v. Considerando que a DGFIA também tinha em vista o *Schattenbankensektor*, WOLFGANG WEITNAUER, *Handbuch Venture Capital*, 5 Aufl., Beck (Beck-online), München, 2016, Rn. 109.

<sup>5</sup> Localizando a origem dos *Hedge Funds* na década de quarenta do século passado, p. ex., FRANKLIN EDWARDS, «The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection», in THEODOR BAUMS/ANDREAS CAHN (ed.), *Hedge Funds. Risks and Regulation*, De Gruyter, Berlin, 2004, p. 30 e ss., a p. 30. Os termos terão sido pela primeira vez utilizados num artigo de Carol Loomis publicado na *Fortune* de abril de 1966: v., p. ex., THOMAS WENNINGER, *Hedge Fonds im Spannungsfeld des Aktien- und Kapitalmarktrechts*, Nomos, Baden-Baden, 2009, p. 34, e CHRISTOPH GRINGEL, *Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen*, Nomos, Baden-Baden, 2009, p. 31. Para um relato de alguns casos marcantes na história dos *Hedge Funds*, ENGRÁCIA ANTUNES, «Os "hedge funds" e o governo das sociedades», DVM, IX, 2009, p. 9 e ss..

<sup>6</sup> E em que colaboravam dois prémios Nobel da Economia. Sobre os modelos matemáticos usados pelo LTCM, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, Peter Lang, Frankfurt, 2016, p. 12. FRANKLIN EDWARDS, «The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection», cit., p. 37, revela que no LTCM o *debt-to-equity ratio* era de aproximadamente 28 para 1.

<sup>7</sup> Porém, há quem considere que o LTCM era um *Hedge Fund* atípico: ALEXANDER INEICHEN, «On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry», in THEODOR BAUMS/ANDREAS CAHN (ed.), *Hedge Funds. Risks and Regulation*, De Gruyter, Berlin, 2004, p. 3 e ss., a p. 11. Afirmando que os *Hedge Funds* «não constituem uma particular ameaça para a estabilidade e integridade dos mercados», GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Regulação e supervisão de hedge funds», DVM, VIII, 2008, p. 84.

<sup>8</sup> Para uma análise dos vários alçapões contidos na *Securities Act*, na *Securities Exchange Act*, na *Investment Company Act* e na *Investment Advisers Act* (esta última alterada pela *Dodd-Frank*

parência abrangendo-os no regime dos *Investment advisers*<sup>9</sup> (*US-adviser/Non-US-adviser*)<sup>10</sup>.

Porém, a atuação dos *Hedge Funds* pode ter consequências positivas. O ativismo dos mesmos pode levar a um maior controlo do desempenho dos órgãos de administração, reduzindo assim os conhecidos custos de agência e beneficiando os restantes acionistas<sup>11</sup>. Deixar de lado estratégias de retorno absoluto, diz-se ainda, pode ser «unethical»<sup>12</sup>. A falta de regulação, por sua vez, permitirá a inovação financeira<sup>13</sup>. Também é por vezes destacada a importância dos mesmos na recuperação de sociedades insolventes, contribuindo para significativos ganhos de eficiência. Estudos empíricos sugerem que a intervenção de *Hedge Funds* faz aumentar a possibilidade de surgir uma *prepackaged bankruptcy filing* e de haver *debt-for-equity swaps*<sup>14</sup>. Além disso, os *Hedge Funds* têm frequentemente um papel

*Act*), SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 183 e ss., que também dá conta das *Best Practices* da *Asset Managers' Committee* e do seu caráter não vinculativo.

<sup>9</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 208 e ss..

<sup>10</sup> A transparência decorre, desde logo, da obrigação de *registration* junto da SEC (Form ADV). Mas também aqui há o risco de as exceções consumirem a regra... Para uma análise pormenorizada dessas exceções, exploradas na prática «até à medula», SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 208 e ss.. A *registration* tem, depois, consequências no plano dos deveres a que ficam sujeitos e, em particular, no que diz respeito à fiscalização. Outro aspeto importante diz respeito às proibições e limitações que foram introduzidas na *Bank Holding Company Act* de 1956 pela Sec. 619 da *Dodd-Frank* quanto à relação entre *banking entities*, por um lado – por tal se entendendo «any insured depository institution, any company that controls an insured depository institution (bank holding company, financial holding company), and any affiliate or subsidiary of any such entity» (*United States Code, Title 12, §1851, h*, 1) –, e *Hedge Funds* e *Private Equity Funds*, por outro. Há, é certo, exceções. Para uma análise da *Volcker Rule* (que diz respeito também à *proprietary trading*), p. ex., WILMARTH, «The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem», *OreLR*, 2011, 89, p. 951 e ss., MICHAEL SCHILLIG, *Resolution and insolvency of Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2016, p. 33 e p. 87 e ss..

<sup>11</sup> MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 41.

<sup>12</sup> ALEXANDER INEICHEN, «On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry», in THEODOR BAUMS/ANDREAS CAHN (ed.), *Hedge Funds, Risks and Regulation*, cit., p. 5.

<sup>13</sup> Referindo-se a esse argumento, sem o avaliar, DIRK ZETZSCHE, «Introduction», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 1 e ss., a p. 13.

<sup>14</sup> KENNETH AYOUTTE/EDITH HOTHCKISS/KARIN THORBURN, «Governance in financial distress and bankruptcy», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 502.

relevante no financiamento de novas iniciativas que, pelo risco envolvido, não têm o apoio das instituições bancárias<sup>15</sup>. Sendo certo que, por vezes, os *Hedge Funds* se tornaram credores da sociedade endividada adquirindo créditos sobre esta para pressionarem no sentido da sua apresentação à insolvência e, assim, poderem converter os créditos em participações (*debt equity swap*) com descontos significativos («loan to own»)<sup>16</sup>. Dessa forma acabaram por facilitar a vida a muitas instituições a que adquiriram aqueles mesmos créditos<sup>17</sup>.

A necessidade de discutir a transparência dos *Hedge Funds* surgia já mencionada no art. 2.º, 1, da Diretiva 2001/108/CE. Muito importante foi o *Relatório sobre o futuro dos Hedge-Funds e dos produtos financeiros derivados*, alertando para o interesse em dispor de um sistema de controlo de «sophisticated alternative investment vehicle» (SAIV). A Consulta Pública que teve lugar em final de 2008/início de 2009 foi acompanhada de um *Consultation Paper on Hedge Funds* que fornecia muita informação. Os resultados dessa consulta constam do *DG Market Services Working Document – Feedback Statement – Summary of Responses to Hedge Fund Consultation Paper*. O *High Level Expert Group on Financial Supervision* acabou por elaborar o Relatório *De Larosière* (2009).

A DMIF I não tinha em vista os *Hedge Funds*, como se retira logo do art. 2.º, 1, h)<sup>18</sup>. E mesmo a Diretiva 2009/65/CE<sup>19</sup> (DOICVM) também não se aplica ao *Hedge Fund* típico. Com efeito, o art. 3.º, a), da DOICVM estabelece que os OICs de tipo *fechado* não lhe ficam sujeitos. Os próprios

<sup>15</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 6.

<sup>16</sup> ROBERT HOSKISSON/JONATHAN ARTHUR/ROBERT WHITE/CHELSEA WYATT, «Multiple agency theory», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 690.

<sup>17</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 6.

<sup>18</sup> Embora certos tipos de atividades possam levar a essa sujeição, como mostra SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 16 (v. o art. 4.º, 1, n.ºs 4 e 9).

<sup>19</sup> Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 13 de julho de 2009 «que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM)». V. tb. a Diretiva 2010/43/UE da Comissão de 1 de julho de 2010 «que aplica a Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito aos requisitos organizativos, aos conflitos de interesse, ao exercício da atividade, à gestão de riscos e ao conteúdo do acordo celebrado entre o depositário e a sociedade gestora». Para os Fundos de Pensões, v., em especial, a Diretiva 2003/41/CE, entretanto revogada, com efeitos a partir de 13.1.2019, pela Diretiva 2016/2341, e o DL 12/2016, de 20.1 (entretanto alterado).

OICVM são organismos cujas «unidades de participação sejam, a pedido dos seus detentores, readquiridas ou reembolsadas, directa ou indirectamente, a cargo dos activos destes organismos. É equiparado a estas reaquisições ou reembolsos o facto de um OICVM agir de modo a que o valor das suas unidades de participação na bolsa não se afaste sensivelmente do seu valor patrimonial líquido» (art. 1.º, 2, b), da DOICVM)<sup>20</sup>. A divisão fez-se, assim, entre OICVMs/não-OICVMs<sup>21</sup>.

A doutrina parece ter dificuldades em encontrar uma definição de *Hedge Fund*<sup>22</sup>. A designação só faz verdadeiramente sentido se com tais fundos se procura, de algum modo, uma cobertura do risco. Isso pode ser conseguido de muitas formas: desde o jogo entre posições curtas/posições longas<sup>23</sup> até ao recurso à arbitragem ou à negociação em derivados<sup>24</sup>. No entanto, a verdade é que muitos dos chamados *Hedge Funds* nem são verdadeiros fundos, nem se preocupam com a cobertura do risco<sup>25</sup>.

<sup>20</sup> Como realça SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 15 e s., a DOICVM proibia o recurso ao *short selling* no seu art. 89.º quanto às entidades ali referidas e, por outro lado, o art. 50.º estabelecia limitações quanto aos investimentos possíveis (v. tb. o art. 2.º, 1, n)).

<sup>21</sup> Em termos semelhantes, DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 2 e 3.

<sup>22</sup> Salientando que não há uma definição geralmente aceite, entre outros, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, Peter Lang, Frankfurt am Main etc., 2009, p. 5, EDDY WYMEERSCH, «The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds», in EDDY WYMEERSCH (ed.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen aan den Rijn, 2012, p.1 e ss., a p. 2, MICHAEL BÖHM, «Alternative Investments», in *Handbuch des Fachanwalts. Bank- und Kapitalmarktrecht*, Carl Heymanns, Köln, 2015, p. 1600 e ss., a p. 1600. No *Kapitalanlagegesetzbuch* alemão o § 283 (1) contém uma definição.

<sup>23</sup> Como, aliás, terá sido o caso do que tem sido considerado o primeiro *Hedge Fund* (o de Alfred Winslow Jones), que adquiria posições longas em instrumentos financeiros subvalorizados e posições curtas nos que estavam sobrevalorizados. A carteira ficaria, assim, segura contra o risco de mercado. Se o mercado cai e as posições longas ficam desvalorizadas, os ganhos obtidos com as posições curtas permitiriam compensar aquelas perdas. Dando conta disso mesmo, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 6 e s.. Entre nós, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Regulação e supervisão de hedge funds», cit., p. 67, e TIAGO BESSA, «Crise, regulação e supervisão de hedge funds», RDS, 2010, 3/4, p. 849 e ss., a p. 853 e ss...

<sup>24</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, «Os “hedge funds” e o governo das sociedades», cit., p. 15.

<sup>25</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, «Os “hedge funds” e o governo das sociedades», cit., p. 16. Afirmando que os primeiros *Hedge Funds* «hedged market risk» porque o seu objetivo «was to hedge their exposure to chance and volatility and to ensure that performance was attributable to skill», ALEXANDER INEICHEN, «On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry», cit., p. 22.

Os *Hedge Funds* são constituídos geralmente sem o recurso a subscrições públicas e reúnem capitais provenientes sobretudo de grandes investidores, tendo por objetivo o chamado «retorno absoluto» (*absolute return, absolute Renditeziele*)<sup>26</sup>. Para isso, utilizam estratégias arriscadas (*Alpha Strategies*<sup>27</sup>), ao mesmo tempo que se fazem remunerar na devida proporção perante os resultados conseguidos<sup>28</sup>. Alguma da opacidade em torno dos *Hedge Funds* tem sido justificada, precisamente, pelas estratégias utilizadas. Alexander Ineichen<sup>29</sup> escrevia: «If you have a trading strategy or investment process with superior risk/reward trade-off in absolute return space, why do you want to tell it to the world for free or for a small fee?».

Nas linhas que se seguem, serão percorridos alguns dos principais problemas que a atuação dos *Hedge Funds* pode gerar no que diz respeito à

<sup>26</sup> MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 14, considera que se trata de um rendimento independente dos desenvolvimentos atuais do mercado. Qualquer que seja a evolução do mercado, pretende-se obter ganhos: CHRISTOPH GRINGEL, *Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen*, cit., p. 38.. Com efeito, se fizermos uma comparação apenas com um *Benchmark*, podemos eventualmente concluir que determinados resultados são bons: porém, isso será assim em termos relativos. Como escreve STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 10, perante uma perda generalizada de 20%, uma perda de 10% é um sucesso relativa. Mas se, como sucede com os fundos de investimento «tradicional», for necessário diversificar os investimentos (para diluir o risco), então é natural que a tendência do mercado tenha influência no retorno conseguido. Por sua vez, GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, «Regulação e supervisão de hedge funds», cit., p. 80, refere-se a «retornos matematicamente positivos em qualquer contexto de mercado e sem referência a qualquer índice».

<sup>27</sup> No dizer de ALEXANDER INEICHEN, «On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry», cit., p. 25, «investing in hedge funds is about alpha, investing in long-only funds is mixing alpha and beta (with a limit on tracking error), and pure indexation is all about beta». O *Alpha* é a parte do rendimento que é obtido graças à prestação do gestor através da utilização de informações ou de ineficiências do mercado; o *Beta* é a parte do rendimento que resulta da evolução do mercado: STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 11, nt. 53. Como o «retorno absoluto» é perseguido com estratégias arriscadas, o risco de perda total existe: STEFAN BRASS, últ. ob. cit., p. 43.

<sup>28</sup> Salientando isso mesmo, INÉS SERRANO DE MATOS, «Hedge fund: o accionista que nunca dorme», BCE, 2014, II, p.2214. Sobre as estratégias dos *Hedge Funds*, v. FLORBELA RAZINA/ FERNANDO NUNES DA SILVA, «Fundos de investimento atípicos. Conceitos e regulação», CadMVM, 15, dez 2002, p. 187 e ss.. Com uma descrição do que, em geral, pode ser acordado nas relações entre investidor institucional e os fundos (pensando sobretudo em *venture capital*), DOUGLAS CUMMING/SOFIA JOHAN, «Venture capital and corporate governance», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 515-538, a p. 517 e s..

<sup>29</sup> ALEXANDER INEICHEN, «On Myths, Bubbles and New Paradigms in the Hedge Fund Industry», cit., p. 3.

governação das sociedades em que adquirem participações. Depois, analisaremos algumas das soluções contidas na Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de junho de 2011<sup>30</sup> «relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos [...]» (DGFIA), dando especial relevo às que têm consequências mais evidentes no plano da governação das sociedades anónimas participadas. Ficará para um próximo estudo um olhar sobre a forma como a DGFIA foi transposta para o ordenamento jurídico português<sup>31</sup>.

## 2. Hedge Funds e Corporate Governance

Os *Hedge Funds* adotam frequentemente estratégias de «retorno absoluto»<sup>32</sup>. Isso tem como consequência que a sua presença nas socieda-

<sup>30</sup> Sobre a mesma, v., com análise pormenorizada, EDDY WIMEERSCH (ed.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen aan den Rijn, 2012, DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Ed., Kluwer, Alphen aan den Rijn, 2015. Tendo por base a Diretiva 2011/61/UE, foram publicados os Regulamentos Delegados 231/2013 (isenções, condições gerais de funcionamento, depositários, efeito de alavancas, transparência e supervisão), 694/2014 (normas técnicas de regulamentação que determinam os tipos de gestores de fundos de investimento alternativos) e 2015/514 (informações a prestar pelas autoridades competentes à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados nos termos do artigo 67.º, n.º 3, da Diretiva 2011/61/EU), bem como os Regulamentos de Execução 447/2013 (procedimentos para os GFIA que optem por ser abrangidos pela Diretiva 2011/61/EU) e 448/2013 (procedimento para determinar o Estado-Membro de referência de um GFIA extra-UE nos termos da Diretiva 2011/61/EU). A ESMA produziu ainda várias Orientações. Apenas como curiosidade, não podemos evitar dizer que a *Dodd-Frank Act* entrou em vigor em 2010. Para uma análise da Proposta de Diretiva, TIAGO BESSA, «Crise, regulação e supervisão de hedge funds», RDS, 2010, 3/4, p. 897 e ss..

<sup>31</sup> V. a L 16/2015 (aprova o RGOJC), de 24 de fevereiro, e a L 18/2015, de 4 de março (aprova o Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado). Para uma análise das normas aplicáveis aos *Hedge Funds* em Portugal até 2010, TIAGO BESSA, «Crise, regulação e supervisão dos hedge funds», cit., p. 893 e ss.. Com uma análise sucinta da transposição, PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 806 e ss.; para uma análise mais desenvolvida, ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», CadMVM, 2015, 52, dezembro, p. 82 e ss.. Uma análise da transposição noutros países pode ser encontrada em DIRK ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, cit., p. 414 e ss..

<sup>32</sup> Sobre as várias estratégias que os *Hedge Funds* adotam do ponto de vista do risco (*Relative Value – Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage, Equity Market Neutral –, Event-Driven Strategies* – v.g., *Distressed Securities/Distressed Debt, Risk Arbitrage, Merger arbitrage –, Opor-*

des em que participam pode ser sentida de forma mais marcada («Hedgefonds-Aktivismus»<sup>33</sup>) do que a de outros investidores institucionais (banhos, companhias de seguros, fundos de investimento mobiliário, fundos de pensões, etc.)<sup>34</sup>. A aquisição de participações em sociedades por *Hedge Funds* com o intuito de exercer o direito de voto para baixar o valor das ações emitidas pela participada está documentado em vários casos<sup>35</sup>.

tunistícias – v.g., *Global Macro, Dedicated Short Bias, Emerging Markets, Long/Short Equity*), SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 32 e ss., e STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 23 e ss.. Identificando 25 diferentes categorias de estratégias de investimento, TAMAR FRANKEL, «Private Investment Funds: Hedge Funds' Regulation by Size», *RutgLR*, 2008, 39, p. 657 e ss., a p. 657. Os fundos de fundos (*funds of funds*, *Dach-Hedgefonds*) permitem alguma diversificação do risco, mas não os vamos analisar. Sobre os mesmos, STEFAN BRASS, *ült. ob. cit.*, p. 35, SIGFRID WOLF, *Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht*, Dr. Kovac, Hamburg, 2010, p. 45 e ss., JOHANNES KÖNDGEN/CHRISTIAN SCHMIES, «Investmentgeschäft», in HERBERT SCHIMANSKY/HERMANN-JOSEF BUNTE/HANS-JÜRGEN LWOWSKI (her.), *Bankrechts-Handbuch*, Bd. I, Beck, München, 2011, p. 1416 e ss., a p. 1473 (destacando os aspetos em que os limites são maiores). Para a distinção entre FIA de alimentação e FIA principal, v. o art. 4.º, 1, m) e y).

<sup>33</sup> Mas v., afirmando que a maioria dos *Hedge Funds* não é ativista, MARCEL KAHAN/EDWARD ROCK, «Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control», *UPenLR*, 2007, p. 1021 e ss., a p. 1026.

<sup>34</sup> Lembrando que o investimento institucional «is not a unitary concept», RICHARD BUXTBAUM, «Institutional Ownership and the Restructuring of Corporations. With Special Reference to Takeovers», *Festschrift für Steindorff*, Berlin, 1990, p. 7 e ss., a p. 15. Distinguindo entre investidores ativos (v.g., em regra, os fundos de *Private Equity*) – que têm participações maioritárias ou totalitárias – e os investidores ativistas (minoritários), MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 13. Considerando que o ativismo diz respeito a atuações positivas dos investores que visam conseguir alterações nas empresas, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 52. O mesmo autor, a p. 121, lembra que os investidores institucionais «tradicionalis» que decidem atuar fazem-no para reagir perante algo e tomam a decisão depois de terem adquirido as participações, enquanto os *Hedge Funds* adquirem as participações porque já decidiram que querem ter um papel ativo na sociedade. Em termos semelhantes, MARCEL KAHAN/EDWARD ROCK, «Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control», cit., p. 1069. Sobre as características das sociedades que são geralmente alvo dos *Hedge Funds*, ALON BRAV/WI JIANG/FRANK PARTNOY/RANDALL THOMAS, «Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance», *JFin*, 2008, 63, 4, p. 1729 e ss. a p. 1730 e a p. 1749 e ss..

<sup>35</sup> V., p. ex., a intervenção de *Hedge Funds* nos casos Mylan Laboratories/King Pharmaceuticals, Axa/Mony, British Land e Deutsche Börse/London Stock Exchange. Sobre todos estes casos, v., entre outros, MARCO TAUTGES, *Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership*, cit. p. 72 e ss.. Referindo-se à construção de «posições noutras empresas cujo valor depende de decisões da sociedade em que é exercida a influência», STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, Peter Lang, Frankfurt am Main etc., 2009, p. 3 e p. 129 e s. (dando aqui conta de que no caso Deutsche

Embora a generalidade dos investidores institucionais tenha meios para acompanhar de perto a vida das suas participadas, acaba por não o fazer. Como por vezes é lembrado<sup>36</sup>, muitos gestores de fundos estão integrados em grupos dominados por bancos ou seguradoras e não querem perder atuais ou futuros clientes por causa do seu ativismo<sup>37</sup>. Por outro lado, os gastos que terão que ser realizados para permitir aquele acompanhamento podem ser demasiado elevados<sup>38</sup> em função dos ganhos que se espera alcançar e há, ainda, o risco de aproveitamento por *free-riders*<sup>39</sup>. Isso conduz também à «apatia racional» dos acionistas<sup>40</sup>. Além disso, muitos investidores institucionais estão impedidos de colocar «todos os ovos no mesmo saco» (diversificação), tendo os *Hedge Funds* muito maior liberdade de atuação<sup>41</sup>. E quanto maior for a participação destes últimos, maior pode ser o controlo da sociedade participada<sup>42</sup>. Se utilizarem a sua participação de modo a aumentarem a eficiência da administração e redu-

Börse/London Stock Exchange alguns fundos adquiriram *Put Options* de ações da LSE ou venderam a descoberto ações desta última).

<sup>36</sup> BERNARD BLACK, «Shareholder Passivity Reexamined», *MichLR*, 89, 1990, p. 520 e ss., a p. 601 e ss., NA DAI, «Hedge fund activism and corporate governance», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 564-580, a p. 566, MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 11.

<sup>37</sup> No mesmo sentido, MARCEL KAHAN/EDWARD ROCK, «Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control», cit., p. 1054, e ENGRÁCIA ANTUNES, «Os "hedge funds" e o governo das sociedades», cit., p. 47.

<sup>38</sup> Para os custos do exercício do direito de voto, v. DIRK ZETZSCHE, «Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive», *JCorpLStud*, 2008, 8, p. 289 e ss., a p. 305 e ss., que faz a distinção entre custos de informação, de decisão e de execução.

<sup>39</sup> V., p. ex., o tratamento do problema quanto à tomada de decisões pelos gestores de fundos de investimento que é dado por WILLIAM BRATTON, «Hedge Funds and Governance Targets», *GeoLJ*, 95, 2007, p. 1375 e ss., a p. 1384.

<sup>40</sup> Sobre esta apatia v. ROBERT CLARK, «Vote Buying and Corporate Law», *CaseWResLRev*, 1979, 29, p. 776 e ss., a p. 779. Para uma comparação entre o ativismo dos *Hedge Funds* e o ativismo de «traditional institutions», MARCEL KAHAN/EDWARD ROCK, «Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control», cit., p. 1029 e ss..

<sup>41</sup> A falta de regulação da atividade dos *Hedge Funds* é até considerada uma nota marcante na sua caracterização: «hedge funds are viewed as unregulated private investment vehicles for wealthy individuals and institutional investors» (FRANKLIN EDWARDS, «The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection», in THEODOR BAUMS/ANDREAS CAHN (ed.), *Hedge Funds. Risks and Regulation*, cit. p. 32).

<sup>42</sup> Esse controlo é ainda procurado através da obtenção de instrumentos de representação de outros acionistas: INÉS SERRANO DE MATOS, «Hedge fund: o acionista que nunca dorme», cit., p. 2236.

zirem os custos de agência, cortando igualmente a remuneração do CEO, isso pode ser bem visto pelo mercado<sup>43</sup>.

No entanto, se o *Hedge Fund* visa apenas adquirir uma posição curta, a sua estratégia na sociedade participada será condicionada pelo já mencionado objetivo de «retorno absoluto», surgindo inevitavelmente conflitos com os interesses dos acionistas de longo prazo<sup>44</sup>. O *short-termism* pode levar a preferir estratégias que prejudicam a capacidade de sobrevivência da sociedade participada<sup>45</sup>. Daí que haja quem compare algumas atuações ao comportamento dos enxames de gafanhotos, que destroem por completo as colheitas à sua passagem<sup>46</sup>.

Os *Hedge Funds* são normalmente titulares de participações minoritárias nas sociedades do seu *portfolio*. Desde logo, para fugirem à eventual obrigação de lançar uma OPA. No entanto, mesmo aquelas participações minoritárias podem ganhar uma importância desproporcionada perante o abstencionismo dos restantes acionistas<sup>47</sup>. E há ainda que contar com os múltiplos direitos de minoria que o direito das sociedades poderá conferir. O exercício dos direitos de sócio pode servir para pressionar o órgão de administração e os restantes acionistas tendo em vista a adoção de medidas que sirvam o interesse no retorno absoluto: distribuição de reservas ou lucros, aquisição de ações próprias, redução do capital e outras alterações estruturais<sup>48</sup>. Por vezes, os *Hedge Funds* recorrem ao empréstimo de ações para realizarem a «captura da data de registo» (*record date capture*) e assim multiplicarem rapidamente os seus direitos de voto em cima da data

<sup>43</sup> NA DAI, «Hedge fund activism and corporate governance», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 570.

<sup>44</sup> STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, Peter Lang, Frankfurt am Main etc., 2009, p. 3.

<sup>45</sup> No entanto, há *Hedge Funds* que, limitando a possibilidade de reembolso pelos subscriptores, também assumem posições longas mais significativas. Questionando a alegada prevalência de interesses de curto prazo na atuação dos *Hedge Funds*, MARCEL KAHAN/EDWARD ROCK, «Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control», cit., p. 1084.

<sup>46</sup> Sobre o *Heuschreckendebatte* (*locust debate*) na Alemanha, a propósito da tentativa de aquisição da LSE pela Deutsche Börse, MARIUS HOMMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, Weißensee, Berlin, 2014, p. 1 e ss..

<sup>47</sup> Lembrando a possibilidade de formação de minorias de bloqueio, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 56, nt. 300.

<sup>48</sup> Sobre tudo isto v. STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 93 e p. 125 e ss..

limite de registo para o exercício do direito de voto numa determinada assembleia<sup>49</sup>.

As estratégias adotadas por um *Hedge Fund* podem ser difíceis de identificar também por causa da falta de transparência associada a empréstimos de ações e a contratos diferenciais. A adoção de ações concertadas (e a formação de «alcateias» que só demasiado tarde surgem em terreno descoberto) pode ter consequências sérias<sup>50</sup>.

A utilização de *equity swaps* pode servir para o esvaziamento do direito de voto e para a ocultação da titularidade económica. E os *Hedge Funds* podem surgir como contrapartes na celebração daqueles contratos. Esse papel não pode ser esquecido. Tanto mais que pode ter condicionado o comportamento dos restantes acionistas antes de serem confrontados com o súbito e inesperado emergir de participações concentradas nas mãos de um titular.

O recurso a empréstimos de valores mobiliários, e em particular de ações, permite aos *Hedge Funds* a realização de *short selling*, apostando assim na descida da cotação daqueles valores. Ao vender o que lhe foi emprestado, o *Hedge Fund* aposta que a descida de cotação lhe permitirá adquirir, com ganho, os valores que vai ter que restituir a quem lhos emprestou. Os eventuais efeitos em cadeia podem ser temíveis. Se é preservado que as cotações podem baixar, titulares daqueles valores mobiliários podem dar ordem de venda para evitarem perdas futuras. Se outros *Hedge Funds* apostarem igualmente na descida de cotação, pode entrar-se numa espiral de consequências graves<sup>51</sup>. Isto para já não falar da utiliza-

<sup>49</sup> STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 110.

<sup>50</sup> Lembrando os riscos no âmbito do «market for corporate control», DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 9. Os riscos mencionados eram já identificados na Exposição de Motivos da Proposta de Diretiva relativa aos FIAs, p. 3. A utilização de *equity swaps*, de empréstimos de ações e a estratégias concertadas obriga a lembrar os regimes da imputação de direitos de voto, da comunicação de participações qualificadas e da OPA obrigatória.

<sup>51</sup> V. tb., com descrição semelhante, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 9. A p. 89 e ss., a autora descreve o fenómeno do *Herding* e, em particular, do que é irracional e que pode precisamente levar a espirais por imitação cega, muitas vezes devido ao próprio esquema de remuneração dos gestores. Os fenómenos de imitação podem ter lugar também porque se suspeita que o *Hedge Fund* teve acesso a informação que os outros participantes no mercado não possuem e que não estará incorporada no preço. Pode, até, haver receio de que se trate de um caso de informação privilegiada. Sobre a utilização de assimetrias de informação pelos *Hedge Funds*, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 12.

ção do *short selling* com o intuito de fazer descer as cotações para ganhar noutro tabuleiro<sup>52</sup>. E é difícil saber quando é que os perigos do recurso ao *short selling* deixam de ser contrabalançados pelas inerentes vantagens<sup>53</sup>.

Por outro lado, a alavancagem a que frequentemente recorrem os *Hedge Funds*<sup>54</sup> pode constituir um perigo para o sistema financeiro no caso de colapso de um desses fundos<sup>55</sup>. Esse perigo pode ser agravado com criação de *Hedge Funds* em Estados com malha regulatória menos densa que permita alguma ocultação do que se passa<sup>56</sup>.

Se, por exemplo, um *Hedge Fund* celebra um contrato de empréstimo de ações e vende esses instrumentos financeiros acreditando que, posteriormente, o valor das ações descerá, permitindo-lhe então voltar a comprar as ações que deve restituir, pode dar-se o caso de, entretanto, aquela descida não ocorrer. No caso de o *Hedge Fund* ter utilizado parte do valor da venda anteriormente feita noutro investimento, a sua margem de manobra pode ser reduzida. E quando o preço das ações não desce, terá na mesma que comprar novamente ações para restituir as que lhe foram emprestadas. Nessa altura, pode já não ter dinheiro para o fazer. Quem deveria receber as ações emprestadas é confrontado com esse incumprimento, que pode ter mais consequências. Basta pensar que as ações emprestadas podem ter sido objeto de um penhor financeiro com direito de disposição. A dete-

<sup>52</sup> O chamado *abusive short selling*: SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 9.

<sup>53</sup> Salientando que terá vantagens, designadamente, ao nível da liquidez do mercado e para compensar o risco assumido com posições longas, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 10.E

<sup>54</sup> Muitas vezes através do *shadow banking*. Para DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 24, «leverage denotes the momentum that is experienced when the market exposure of the investment of own funds is increased through the use of financial levers, ie financial transactions that result in the ability to make profits, or incur losses, from market movements of certain defined investments without investing own funds equal to the principal value of those investments at the time of the transaction». Por sua vez, o art. 4.º, 1, v), da Diretiva 2011/61/UE define «efeito de alavancagem» da seguinte forma: «qualquer método pelo qual um GFA aumenta a posição em risco de um FIA que gere, seja através da contração de empréstimos em número ou em valores mobiliários, seja através do recurso ao efeito de alavancagem de posições sobre derivados, seja por qualquer outro meio».

<sup>55</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, «Os «hedge funds» e o governo das sociedades», cit., p. 65.

<sup>56</sup> SIGFRID WOLF, *Die Regulierung von Hedgefonds aus nationaler und internationaler Sicht*, cit., depois de se referir à desregulação que teve lugar nas *Cayman Islands* (p. 63), mostra como estas se tornaram a «Heimat der Hedgefonds» (p. 114 e ss.). Referindo também as mesmas ilhas como uma das sedes mais frequentes dos *Hedge Funds* «estrangeiros», MICHAEL BÖHM, «Alternative Investments», cit., p. 1601.

rieração do valor dos ativos do *Hedge Fund* pode ainda ser o facto que desencadeia o funcionamento de cláusulas de antecipação do vencimento.

Realçámos alguns aspetos em que a atuação dos *Hedge Funds* pode ter consequências no plano da governação das sociedades. Mas não se pode esquecer que muitas das causas daquela atuação podem ser encontradas na relação que se estabelece entre o gestor do fundo e os que neste investiram. A remuneração pela *performance*, por exemplo, pode encontrar-se estruturada de tal forma que estimulará a utilização de modelos de investimento ainda mais arriscados<sup>57</sup>. A assimetria de informação pode conduzir a que os problemas de agência se agravem<sup>58</sup>.

Ao longo dos anos, discutiu-se qual o nível de regulação aceitável relativamente aos *Hedge Funds*: em que instrumentos financeiros podem negociar? Qual o grau de alavancagem de que se podem servir? Como podem remunerar a sua estrutura? O que devem revelar e comunicar? A DGFIA enfrentou esses problemas e são algumas das respostas que iremos analisar seguidamente<sup>59</sup>. No entanto, atualmente há já quem se queixe de que «hedge fund industry is suffering from regulatory overload»<sup>60</sup>.

### 3. A Diretiva 2011/61 (DGFIA)

#### 3.1. A Diretiva é uma DGFIA, não uma DFIA...

Em 2011 foi publicada a Diretiva 2011/61/UE (DGFIA). Até aqui, a liberdade dos gestores de FIAs era relativamente grande<sup>61</sup>, panorama que a

<sup>57</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 85.

<sup>58</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 84.

<sup>59</sup> O direito das sociedades contém alguns meios para reagir perante algumas das estratégias dos *Hedge Funds* anteriormente descritas. Lembramos o regime das sociedades coligadas, da eventual responsabilidade do sócio, do administrador de facto, das deliberações abusivas, dos impedimentos de voto ou do direito à informação. O abuso de direito será, também, um instituto que pode revelar-se útil. Com um discurso semelhante para a Alemanha, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 245 e ss..

<sup>60</sup> ROBERT MIRSKY, «Foreword», in STEPHEN BALL/ROBERT MIRSKY, *Hedge Funds*, 2.ª ed., Thomson Reuters, Londres, 2014, p. vi.

<sup>61</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 14.

DGFIA veio alterar em medida considerável. E isso aconteceu, desde logo, por se ter considerado que os GFIAs são vulneráveis a vários riscos<sup>62</sup>.

A DGFIA, que já se considerou ser (provavelmente) a mais importante «European asset management regulation» do início do séc. XXI<sup>63</sup> ou, até, uma Diretiva com a função de «Lei Fundamental»<sup>64</sup>, tem em vista os *gestores de fundos de investimento alternativos*. Não tem, portanto, como objeto os próprios fundos<sup>65</sup>. Como se lê no Considerando (10) da Diretiva, esta «não regulamenta os FIAs, os quais poderão continuar a ser regulamentados e supervisionados a nível nacional». No entanto, como também se encontra escrito no mesmo Considerando, o «facto de os Estados-Membros poderem impor aos FIAs estabelecidos no seu território mais requisitos do que os aplicáveis noutras Estados-Membros não deverá impedir que os GFIAs autorizados noutras Estados-Membros ao abrigo da presente Diretiva exerçam o direito de comercializar, junto de investidores profissionais da União, determinados FIAs estabelecidos fora do Estado-Membro que impõe esses requisitos adicionais e que, portanto, não se

<sup>62</sup> Macroprudenciais, microprudenciais, de proteção dos investidores, de impacto no mercado relacionado com a tomada de controlo de empresas e de impacto nas empresas controladas por GFIA: v. a *Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos [...]*, p. 2 e 3. Referindo-se a um *Potpourri* de riscos, MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 163.

<sup>63</sup> DIRK ZETZSCHE, «Preface to the First Edition», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. lxv.

<sup>64</sup> DIRK ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, cit., p. 423 («"Grundgesetzes" der europäischen Fondsregulierung»).

<sup>65</sup> No entanto, DIRK ZETZSCHE/THOMAS MARTE, «AIFMD versus MiFID II/MiFIR: Similarities and differences», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 130, mostram que há alguns aspetos do regime contido na DGFIA que dizem respeito aos FIA's: as relativas à avaliação e ao depositário. Por sua vez, JEAN-PIERRE BUßALB/FERDINAND UNZICKER, «Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds», BKR, 2012, 309 e ss., a p. 311, lembram que há normas que dizem respeito à atividade de investimento: as relativas à alavancagem, ao controlo sobre empresas não cotadas e ao investimento em posições de titularização. Considerando que a DGFIA regula serviços e não produtos, EDDY WYMEERSCH, «The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds», cit., p. 24. Por sua vez, HOLGER FLEISCHER/JAN HUPKA, «Germany», in EDDY WYMEERSCH (ed.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen aan den Rijn, 2012, p. 183 e ss., a p. 193, revelam que se pretendeu regular indiretamente fundos *offshore* através dos seus gestores. SUSANNE KALSS/MARTIN OPPITZ/JOHANNES ZOLLNER, *Kapitalmarktrecht. System*, Linde, Wien, 2015, p. 1093, recordam que o regime dirigido aos gestores torna mais difícil contorná-lo. Por sua vez, TIAGO BESSA, «Crise, regulação e supervisão dos hedge funds», cit., p. 899, lembra ainda o facto de as decisões que implicam riscos sistémicos serem tomadas pelos gestores. Sobre as definições da Diretiva, v. tb. as *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, ESMA/2013/611.

encontram sujeitos a esses requisitos adicionais nem têm a obrigação de os cumprir». Evidentemente, o facto de, por um lado, não se exigir uma harmonização dos FIAs e, por outro, se estabelecer um regime de *EU-Pass*, envolve riscos<sup>66</sup>.

A DGFIA apresenta a seguinte definição de FIA: «um *organismo de investimento coletivo*, incluindo os respetivos comportamentos de investimento, que: i) reúna capital junto de um *certo número de investidores*, tendo *em vista investi-lo* de acordo com uma *política de investimento definida em benefício desses investidores*; e ii) não requeira autorização ao abrigo do artigo 5.º da Diretiva 2009/65/CE» (itálicos nossos)<sup>67</sup>. No entanto, nem é definido «organismo de investimento coletivo» (*collective investment undertaking, Organismus für gemeinsame Anlagen*)<sup>68</sup>, nem um FIA se confunde com um *Hedge Fund*<sup>69</sup>. A DGFIA não ignora os *Hedge Funds*, como se retira do Considerando (89), mas acima de tudo olha para os respetivos gestores. E para ser gestor de FIA os ativos adquiridos e as estratégias seguidas não contam<sup>70</sup>.

Quanto aos GFIAs abrangidos pela Diretiva, o Considerando (6) revela que gerem FIAs como atividade regular e reúnem «capital junto de investidores com o objetivo de o investirem de acordo com uma política específica de investimento em benefício desses investidores». E isto ajuda a compreender o que se deve entender por organismo de investimento coletivo quanto aos próprios FIA. Mas a técnica utilizada pelo legislador não é a melhor. Há, até, quem diga que a única certeza é que os OICVMs não

<sup>66</sup> Sobre o regime do passaporte europeu da DGFIA v. ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», cit., p. 101 e ss..

<sup>67</sup> Para uma análise pormenorizada dos diversos elementos, embora à luz da legislação austríaca, SUSANNE KALSS/MARTIN OPPITZ/JOHANNES ZOLLNER, *Kapitalmarktrecht. System*, cit., p. 1094 e ss..

<sup>68</sup> E isso pode ser problemático relativamente a ativos objeto de propriedade individual, mas sujeitos a gestão coletiva: EDDY WIMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», in EDDY WIMEERSCH (ed.), *Alternative Investment Fund Regulation*, cit., p. 433 e ss., a p. 436.

<sup>69</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 30 e s.. O uso da forma OICVM enfrenta algumas dificuldades tendo em conta as limitações daí resultantes: v., sobre estas, EDDY WYMEERSCH, «The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds», cit., p. 21.

<sup>70</sup> FRANK DORNSEIFER, «Hedge Funds and Systemic Risk Reporting», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 627 e ss., a p. 627.

são FIAs<sup>71</sup>. De qualquer modo, as *Guidelines* da ESMA providenciam uma importante ajuda<sup>72</sup>.

Para fazer a distinção entre os FIAs e os OICVM abrangidos pela DOI-CVM é fundamental ver que o art. 1.º, 2, a), daquela última Diretiva exige que os OICVM sejam organismos cujo «objeto exclusivo é o investimento coletivo dos capitais obtidos junto do público»<sup>73</sup>. Pelo contrário, os FIAs dirigem-se a *investidores profissionais*: v., na DGFIA, os Considerandos (14), (15), (59) e (92), bem como os arts. 4.º, 1, ag)<sup>74</sup>, 32.º, 9, 35.º, 17, 39.º, 11, 40.º, 17<sup>75</sup>. Além disso, os FIAs podem ser de tipo aberto ou fechado (art. 2.º, 2, a), DGFIA), enquanto os OICVM abrangidos pela DOI-CVM não podem ser fundos fechados (art. 3.º, a), DOI-CVM)<sup>76</sup>.

O FIA pode ou não ser um *Hedge Fund*. E o FIA pode ser o seu próprio GFIA caso «a forma jurídica do FIA permita a gestão interna e o órgão de gestão do FIA optar por não nomear um GFIA externo» (art. 5.º, 1, b), da DGFIA). Como se vê, os FIAs podem ter um gestor interno ou um gestor externo. Isto torna-se mais fácil de entender se tivermos em conta que um FIA pode ou não ter natureza societária<sup>77</sup>.

Quanto aos FIAs geridos internamente, o art. 6.º, 3, da DGFIA impõe que «não exerçam quaisquer atividades para além da gestão interna do FIA em causa nos termos do anexo I». Além disso, o art. 9.º, 1, da DGFIA estabelece exigências diferentes quanto ao capital social inicial do GFIA que seja gerido internamente.

O Considerando (7) da DGFIA também revela que os organismos de investimento que *não angariam capital exterior* não são FIAs para a Dire-

<sup>71</sup> «Accordingly, the only certainty is that UCITs are not AIFs»: DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 14.

<sup>72</sup> ESMA, *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, ESMA/2013/611.

<sup>73</sup> A DOI-CVM tem sobretudo em vista a proteção dos investidores, enquanto a DGFIA olha mais para a necessidade de garantir a estabilidade financeira e o regular funcionamento dos mercados: EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 494.

<sup>74</sup> Que remete para a Diretiva 2004/39/CE, que é, como sabemos, a DMIF I. Quanto à DMIF II, v.

<sup>75</sup> O caso previsto no art. 43.º parece ser exceção: SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 41. A p. 84, a autora liga a exigência de relação apenas com investidores profissionais ao facto de a assimetria de informação ser muito grande.

<sup>76</sup> Lembrando isso mesmo, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 41. A autora recorda ainda a proibição de vendas a descoberto constante do art. 89.º da DOI-CVM.

<sup>77</sup> Como se lê no art. 2.º, 2, b), o FIA pode «ter sido constituído ao abrigo da legislação sobre contratos ou sobre "trusts"» ou «ter qualquer outra forma prevista na lei».

tiva. Consequentemente, não serão FIAs os «family office vehicles», que são «empresas constituídas para gerir um património familiar» e em que há um «pre-existing group»<sup>78</sup>. Mas um FIA pode ter um só investidor desde que outros possam participar (a não ser que exista uma proibição legal quanto a essa participação, embora as *Guidelines* da ESMA prevejam, nesse caso, regras especiais).

Por sua vez, o art. 3.º consagra várias isenções. A DGFIA não se aplica aos GFIAs que só gerem FIAs «cujos únicos investidores sejam o GFIA ou as suas empresas-mãe, as suas filiais ou outras filiais das respetivas empresas-mãe, desde que nenhum dos investidores seja ele próprio um FIA» (n.º 1)<sup>79</sup>. É também estabelecido um regime simplificado («materiality threshold exemption»<sup>80</sup>) para GFIAs que o Considerando (17) chama «mais pequenos» (n.ºs 2 e ss.)<sup>81</sup>, pelo que não há aí uma isenção completa<sup>82</sup>. Mas estes GFIAs mais pequenos podem fazer o *opt in* (n.º 4), escolhendo ser abrangidos pela Diretiva e assim ficando sujeitos inteiramente ao seu regime e beneficiando dos direitos que dela resultam<sup>83</sup>.

<sup>78</sup> Considerando que também não o serão as fundações familiares, EDDY WIMEERSCH «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 440. O autor critica o recurso aos preâmbulos para dizer o que não consta do articulado e lembra, a esse propósito, os Acórdãos do TJ Michel, Proc. 76/72, e Garcia, Proc. C-238/94.

<sup>79</sup> Referindo-se, a propósito do direito austríaco, a um *Holdingprivileg*, SUSANNE KALSS/MARTIN OPPITZ/JOHANNES ZOLLNER, *Kapitalmarktrecht. System*, cit., p. 1094. Sobre a (não) transposição em Portugal, ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», cit., p. 86.

<sup>80</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 21. Os GFIAs «mais pequenos» estão sujeitos a registo (e não a autorização) e a um conjunto de outras obrigações (art. 3.º, 3, DGFIA), podendo haver lugar a uma intervenção do legislador nacional que acabe por criar «some form of competition»; EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 449.

<sup>81</sup> Sobre isto, leia-se o Regulamento Delegado (UE) 231/2013 de 19 de dezembro de 2012. Distinguindo fundos significativos/fundos não significativos, CALVÃO DA SILVA, «OICVM – Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 63-A/2013)», *Revista Online Banca, Bolsa e Seguros*, 2014, 1, p. 5 e ss., a p. 31.

<sup>82</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 21.

<sup>83</sup> Sobre o RGOIC, criticamente, ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», cit., p. 87.

O art. 2.º, 3, também identifica várias entidades a que a DGFIA não se aplica. Curiosamente, o Considerando (8) faz ainda referência a contratos de seguro, embora isso não venha mencionado no art. 2.º, 3<sup>84</sup>.

De acordo com o art. 4.º, 1, b), da Diretiva, um GFIA é «uma pessoa coletiva cuja atividade regular seja a gestão de um ou mais FIAs». A gestão de FIAs consiste no «desempenho, pelo menos, das funções de gestão de investimentos referidas nas alíneas a) e b) do ponto 1 do anexo I para um ou mais FIAs» (art. 4.º, 1, w), da DGFIA). Mas, como resulta do art. 6.º, 5, d), um GFIA não está autorizado a prestar os «serviços referidos na alínea a) do ponto 1 do anexo I da presente diretiva sem prestar também os serviços referidos na alínea b) do mesmo ponto, e vice-versa»<sup>85</sup>. As al. a) e b) do Anexo I, 1, indicam, respetivamente, a gestão de carteiras e a gestão do risco (funções mínimas). Ficam de fora as funções administrativas e de *marketing*<sup>86</sup>. Para além das funções mínimas, o par. 2 do Anexo I indica várias funções adicionais que os GFIA podem desempenhar. Por sua vez, o art. 21.º, 4, a), para «evitar conflitos de interesses entre o depositário, o GFIA e o FIA ou os respetivos investidores», impede os GFIA de serem depositários<sup>87</sup>.

<sup>84</sup> Daí que DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 16, digam que «presumably, insurance services and insurance contracts are intended to be excluded from the scope of the AIFMD».

<sup>85</sup> No Considerando (21) pode ler-se que a «gestão dos FIA deverá traduzir-se na prestação, pelo menos, de serviços de gestão de investimentos. Os GFIA nomeados ao abrigo da presente diretiva não poderão, em caso algum, ser autorizados a prestar serviços de gestão de carteiras sem prestarem igualmente serviços de gestão de risco, e vice-versa. Sob reserva das condições enunciadas na presente diretiva, os GFIA autorizados não deverão, porém, ser impedidos de também exercerem atividades de administração e comercialização de FIAs [...]».

<sup>86</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 18, fazendo a comparação com o Anexo II da DOI CVM (incluem nas funções administrativas a avaliação de ativos, a atribuição de preço para as ações ou unidades, a emissão e extinção de ações ou unidades). Os mesmos autores, a p. 21, dão a seguinte explicação: «The ability to allocate certain collective management functions to different persons will allow the depositary to assume responsibility for the administrative functions. This makes sense as, in practice, it is the depositary who performs the valuation and transfer agency functions for the AIF».

<sup>87</sup> Embora o GFIA deva assegurar que *cada FIA* por si gerido tem *um único depositário*, nem sempre é o GFIA que o nomeia: v. DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 79, que lembram o teor do art. 83.º, do Regulamento de Execução 231/2013. V. tb. o art. 127.º do RGOIC. O depositário pode *delegar* as funções de guarda de ativos (art. 21.º, 11, DGFIA; mas v. tb. o par. 5) e o delegado pode *subdelegar* (art. 21.º, 11, par. 4.). O art. 21.º, 10, par. 3, não permite a *reutilização* pelo depositário sem o consentimento prévio do FIA ou GFIA («agindo em nome do FIA»), mas

Como os GFIAs gerem FIAs, podem surgir problemas nas relações entre aqueles e estes. O Considerando (11) da DGFIA, depois de recordar que várias das suas normas «obrigam os GFIAs a assegurar o cumprimento de requisitos pelos quais, em certas estruturas de fundos, os GFIAs não são responsáveis», ocupa-se dos casos em que os FIAs ou outra entidade que age por conta destes têm a responsabilidade de nomear o depositário. Mas muitas outras dificuldades podem surgir.

Os GFIAs recorrem com frequência à delegação de funções. Essa possibilidade está prevista no art. 20.º da DGFIA, que também estabelece alguns limites. Segundo o Considerando (31), a «delegação de funções de apoio, como sejam tarefas administrativas ou técnicas realizadas pelo GFIA no desempenho das suas funções de gestão, não deverá ser sujeita às limitações e requisitos específicos estabelecidos na presente diretiva». A própria subdelegação é permitida de acordo com o regime previsto no art. 20.º. Existindo delegação ou subdelegação, as questões relacionadas com a governação das sociedades em que os FIA participam podem aumentar de complexidade<sup>88</sup>. No entanto, e de acordo com o art. 2.º, 3, da DGFIA, a «responsabilidade do GFIA perante o FIA e os seus investidores não é prejudicada pelo facto de o GFIA ter delegado funções num terceiro nem por qualquer outra subdelegação». Além disso, o GFIA não pode transformar-se num «mero endereço postal» (*Briefkastenfirma*)<sup>89</sup>.

Um FIA deve ter um único GFIA (art. 5.º, 1, DGFIA), que pode ser externo<sup>90</sup> ou o próprio FIA. Mas como um GFIA é necessariamente uma pessoa coletiva (art 4.º, 1, b)), então o FIA só pode ser gerido internamente se o FIA também for pessoa coletiva<sup>91</sup>.

Os gestores em causa são os de fundos de investimento alternativos: não são os gestores de outros fundos. E os fundos de investimento alternativos não se esgotam nos *Hedge Funds*. Na Exposição de Motivos da Pro-

se o consentimento é dado e a reutilização tem lugar, não está afastado que surjam problemas de governação das sociedades emitentes das ações assim reutilizadas.

<sup>88</sup> Tem, por isso, grande importância o disposto nos arts. 75.º, i), e 80.º do Regulamento de Execução 231/2013.

<sup>89</sup> SUSANNE KALSS/MARTIN OPPITZ/JOHANNES ZOLLNER, *Kapitalmarktrecht. System*, cit., p. 1107, adiantam que o GFIA não pode deixar de ser o «zentraler Akteur» e, por isso, não pode ser um «invólucro vazio», devendo manter total poder de decisão sobre o FIA quanto à política e à estratégia de investimento. Os mencionados autores excluem ainda a possibilidade de total delegação das funções de gestão de carteira e de gestão do risco.

<sup>90</sup> Quanto às atividades do gestor externo, v., em particular, o art. 6.º, 2, 4 e 5.

<sup>91</sup> Chamando a atenção para isso mesmo, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 36. Sobre a atividade do gestor interno, v. em especial o art. 6.º, 3.

posta de Diretiva relativa aos FIAs eram incluídos naquele setor não só os *Hedge Funds*, mas também os «fundos de capitais de investimento (*private equity*), para além de fundos imobiliários (*real estate funds, Immobilienfonds*), fundos de matérias-primas (*commodity funds, Rohstofffonds*), fundos de investimento em infra-estruturas (*infrastructure funds, Infrastrukturfonds*) e outros tipos de fundos institucionais»<sup>92</sup>.

<sup>92</sup> *Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos [...]*, COM(2009) 207 final, p. 2. V. tb. EDDY WIMEERSCH «The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds», cit., p. 25. Referindo fundos que investem em relógios, aviões, contentores, patentes ou licenças (e muitos outros), SUSANNE KALSS/MARTIN OPPITZ/JOHANNES ZOLLNER, *Kapitalmarktrecht. System*, Linde, Wien, 2015, p. 1089. Afirmado que até fundos soberanos podem ser incluídos se forem geridos na União Europeia ou se as ações ou unidades forem distribuídas na União, EDDY WIMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 438. Criticando a inclusão dos fundos de *private equity*, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 64 e ss.. Aqueles, como é sabido, adquirem participações em entidades não cotadas em mercado regulamentado (em «bolsa») e fazem-no tendencialmente com maior estabilidade do que os *Hedge Funds*, atingindo frequentemente posições de domínio. Nos fundos de *Private Equity* estão incluídos os de *Venture Capital* (v. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «O acionista de capital de risco – dever de gestão», in AAVV, *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 157 e ss., a p. 158), os de *Buy-out* e os de *distressed debt* (nesse sentido, MATTHIAS SÖHNER, *Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor private-Equity und Hedgefonds*, Düncker & Humblot, Berlin, 2012, p. 31 e ss.). Se o investimento tem lugar num *Early Stage*, o *Venture Capital* é verdadeiro capital de risco: SARA TANCREDI, *ob. cit.*, p. 46. Mas v., dando conta de uma maior convergência (do «modelo de negócio» dos *Hedge funds* e dos fundos de *Private Equity*) nos últimos tempos, MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 13. O recurso ao capital de risco em vez de dívida (*equity* em lugar de *debt*) está associado a uma maior credibilidade da empresa no mercado: ALESSIO BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella S.P.A.. Gli strumenti finanziari participativi*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 2. Ao longo da DGFIA encontramos várias normas que visam as empresas não cotadas. É «empresa não cotada» a que tem «sede social na União e cujas ações não sejam admitidas à negociação num mercado regulamentado, na aceção do ponto 14 do n.º 1, do artigo 4.º da Diretiva 2004/39/CE» (art. 4.º, 1, aC) da DGFIA). O Regulamento (UE) 345/2013 é relativo a Fundos de Capital de Risco, servindo os interesses de fundos que não têm dimensão adequada para cumprir as exigências que a DGFIA coloca, mas que também não ficam bem enquadrados naquele mesmo regime se quiserem optar por isso (art. 3.º, 4.º da DGFIA). Com efeito, os riscos sistémicos que podem resultar da atuação dos Fundos de Capital de Risco são consideravelmente inferiores aos que se identificam na forma como os *Hedge Funds* têm intervindo (em termos semelhantes, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 236). O Regulamento (UE) 345/2013 permite que os Fundos de Capital de Risco por ele abrangidos beneficiem de um regime menos apertado que, ainda assim, lhes confere um *EU-Pass* (SARA TANCREDI, *ob. cit.*, p. 253). O Regulamento (UE) 2015/760 do Parlamento Europeu e do Conselho de 29 de abril de 2015 é «relativo aos fundos europeus de investimento a longo prazo» e o Regulamento (UE) 346/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de abril

### 3.2. Deveres gerais de atuação

A preocupação com a assunção de riscos é central, como resulta dos Considerandos (2) e (24), estando particularmente relacionada com a remuneração de quem trabalha nos gestores de FIAs («políticas e práticas de remuneração consentâneas com uma gestão sã e eficaz dos riscos»). Além disso, e para o que mais nos interessa (a governação das sociedades em que os *Hedge Funds* participam), são estabelecidas regras para os gestores dos FIAs – v. os Considerandos (2), (6) e (10) – e para assegurar a transparência – Considerandos (53), (61) e (89)<sup>93</sup>.

O art. 12.º da DGFIA enumera um conjunto de princípios que os GFIA devem observar<sup>94</sup>. São de salientar as referências ali feitas à necessidade de assegurarem integridade do mercado (n.º 1, b) e e)) e de evitarem conflitos de interesses (n.º 1, d), e 2; v. tb. o art. 14.<sup>º</sup><sup>95</sup>). Os exemplos que podem ser dados de conflitos de interesses são variadíssimos. Destacamos os que podem surgir: entre os dirigentes e os investidores do FIA, por causa do esquema remuneratório; entre o GFIA e os investidores do FIA, por causa dos ativos em que se investe (e que podem pertencer, por exemplo, a uma empresa controladora daquele gestor); entre os interesses de um FIA com pior *performance* e um FIA de melhor *performance*; entre os interesses de um FIA com posições curtas e os interesses de um OICVM com posições longas<sup>96</sup>.

de 2013 é «relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social». Está em curso o processo de revisão do Regulamento 345/2013 e do Regulamento 346/2013. Os fundos do mercado monetário contam com o Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de junho de 2017 (mas aplicável, em geral, a partir de 21 de julho de 2018, com algumas normas a aplicarem-se a partir de 20 de julho de 2017 – v. o art. 47.º). O Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado foi aprovado pela L 18/2015, de 4 de março.

<sup>93</sup> Para além disso, a DGFIA «visa estabelecer um mercado interno dos GFIA» – Considerando (4) -, aumentar a proteção dos investidores, combater os conflitos de interesses e combater o *asset stripping* – Considerando 57. Sobre tudo isto, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 26.

<sup>94</sup> V. tb. os arts. 16.º e ss. do Regulamento Delegado (UE) 231/2013.

<sup>95</sup> A preocupação com os conflitos de interesses revela-se ao longo da DGFIA em várias das suas normas. V. ainda, p. ex., os arts. 15.º, 5, d), 19.º, 4, ou 20.º, 2, b). No RGOIC, v., em especial, os arts. 89.º, 123.º e 147.º.

<sup>96</sup> Com estes e outros exemplos, SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 99 e ss.. Quanto aos conflitos de interesses com os depositários, v. em especial o art. 21.º, 4.e 10.

### 3.3. A utilização dos fundos próprios

O art. 9.º, 8, da DGFIA contém uma importante limitação quanto à utilização que pode ser feita dos fundos próprios do FIA. Tais fundos «devem ser investidos em ativos líquidos ou ativos prontamente converteíveis em numerário a curto prazo e não devem incluir posições especulativas». Trata-se, evidentemente, de um regime que visa garantir a liquidez dos ativos em que é realizado o investimento.

### 3.4. A remuneração

A remuneração de profissionais que participam na gestão de *Hedge Funds* está regulada na DGFIA. A estrutura daquela remuneração pode representar um sério risco por causa dos incentivos que contenha. Se é normal encontrarmos uma componente fixa que ronda 1 a 2% dos ativos geridos (*Asset Based Fee*), a participação nos ganhos (*Incentive Fee*) pode atingir os 20%<sup>97</sup>. O estabelecimento de um *hurdle rate* ou de uma *high watermark* podem constituir estímulos para atuações mais arriscadas<sup>98</sup>. Uma remuneração que depende consideravelmente da prestação (*performance*) a curto prazo poderá ter consequências na forma como os fundos investem e o que procuram nas sociedades em que investem.

O art. 13.º da DGFIA dá grande atenção aos aspetos remuneratórios das «categorias de pessoal»<sup>99</sup>, que são ainda objeto de tratamento desenvolvido no Anexo II<sup>100</sup>. São exigidas políticas e práticas remuneratórias que sejam coerentes com o perfil de risco do FIA e que o GFIA deve fixar. Além disso, em certos casos um GFIA deve ter um comité de remuneração independente (Anexo II, par. 3)<sup>101</sup>.

<sup>97</sup> MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 18, tratando também da distinção entre o método *high watermark* e o método *hurdle rate*.

<sup>98</sup> STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 17 e 116.

<sup>99</sup> Discutindo o que pode entender-se por pessoal («staff»), EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 450.

<sup>100</sup> V. tb. o Considerando (28). Salientando semelhanças com os princípios constantes da Diretiva 2013/36/UE («relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE» – Diretiva CRD), DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 56.

<sup>101</sup> Sobre este comité, desenvolvidamente, PAULO CÂMARA, «The AIFM's Governance and Remuneration Committees: The Impact of the AIFMD», in DIRK ZETSCH (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 293 e ss..

O par. 1 do Anexo II revela uma preocupação em garantir a proporcionalidade na aplicação dos princípios nele previstos: «os GFIAs devem respeitar os princípios a seguir enunciados de uma forma e na medida adequadas à sua dimensão e organização interna e à natureza, âmbito e complexidade das suas actividades». Se, por um lado, isto garante flexibilidade, pode também afetar a certeza.

O art. 13.º, 2, da DGFIA remete para a ESMA a tarefa de assegurar a existência de orientações relativas a políticas de remuneração «sãs», resultando elas do *Final Report. Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD* (2016)<sup>102</sup>.

### 3.5. A alavancagem

A DGFIA limita as possibilidades de alavancagem<sup>103</sup>. Com efeito, o recurso excessivo à alavancagem pode criar riscos para a estabilidade do sistema financeiro. A desvalorização dos instrumentos financeiros que tenham sido utilizados como objeto de garantias financeiras para a obtenção de crédito pode tornar necessárias as chamadas *Margin Calls*<sup>104</sup>. Não sendo possível satisfazer essa exigência, pode surgir a necessidade de vender outros ativos a preços de saldo, daí resultando uma descida das cotações. No caso de não ser mesmo possível o reforço das garantias, isso pode conduzir a compensações e liquidações em cadeia e a múltiplos incumprimentos. Daí resultam descidas de *rating* e sucessivas vendas de ativos que já não interessa ter no balanço<sup>105</sup>.

Contudo, a definição de «efeito de alavancagem» dada pela DGFIA (art. 4.º, 1, v)) parece demasiado estreita: «qualquer método pelo qual um GFIa aumenta a posição em risco de um FIA que gere, seja através da contracção de empréstimos em numerário ou em valores mobiliários, seja através do

<sup>102</sup> Sobre a transposição da DGFIA através do RGOIC, v. ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», cit., p. 96 e ss..

<sup>103</sup> A Proposta de Diretiva incluía ainda regras relativas às vendas a descoberto, mas tal matéria acabou por ser objeto do Regulamento (UE) 236/2012. Lembrando isso mesmo, FRANK DORNSEIFER, «Hedge Funds and Systemic Risk Reporting», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 629.

<sup>104</sup> Que são usadas em caso de alteração do valor do objeto da garantia. Sobre a *Margin Maintenance* e os diferentes métodos para a conseguir, v., p. ex., THOMAS KEIJSER, *Financial collateral arrangements*, Kluwer, Deventer, 2006, p. 28 e ss..

<sup>105</sup> Para uma descrição pormenorizada, STEFAN BRASS, *Hedgefonds als aktive Investoren. Rechtliche Schranken und rechtspolitische Vorschläge*, cit., p. 44 e ss..

recurso ao efeito de alavancagem de posições sobre derivados, seja por qualquer outro meio»<sup>106</sup>. Como já se escreveu<sup>107</sup>, «leverage at the portfolio or holding company level used by private equity firms is not included in the definition of leverage in the Directive. This recognizes that loans secured on the assets of the portfolio company do not create a systematic risk».

O art. 15.º, 4, da DGFIA mostra ainda que o GFIA tem grande margem de manobra, uma vez que não se estabeleceram ali limites exatos para a alavancagem<sup>108</sup>. Os GFIA «devem fixar o nível máximo do efeito de alavancagem a que poderão recorrer em nome da cada FIA por si gerido [...]» e tendo em conta os aspetos referidos na norma. É ali feita referência, designadamente, à reutilização de garantias, que pode ser um instrumento de alavancagem, designadamente, quando o objeto das garantias financeiras é reutilizado para garantir outras obrigações e assim sucessivamente<sup>109</sup>.

O art. 25.º da DGFIA revela também a preocupação com a alavancagem e o seu efeito na «acumulação de riscos sistémicos no sistema financeiro, de riscos de perturbação nos mercados ou de riscos para o crescimento a longo prazo da economia» (n.º 1). Mas essa alavancagem é tentadora para o desenvolvimento de estratégias que visam um elevado retorno (embora não seja exclusiva dos *Hedge Funds*).

Há quem afirme que, em regra, só 20% do património dos fundos geridos por *Hedge Funds* foi constituído com o recurso a meios próprios<sup>110</sup>. O recurso a capitais alheios fará mais sentido, evidentemente, enquanto

<sup>106</sup> V. tb. a definição do art. 2.º, 1, g), do RGOIC, e o Regulamento Delegado (UE) 231/2013. Exemplificando não só com o empréstimo de dinheiro, mas também com a utilização de *forwards*, futuros, opções, *swaps*, e vendas a descoberto, DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 25. Porém, os autores questionam se o investimento num emitente que está «alavancado» não deveria também ser abrangido. Salientando que um FIA que apenas tem ações em companhias cotadas («listed companies») não está alavancado desde que as ações não tenham sido adquiridas por empréstimo, FRANK DORNSEIFER, «Hedge Funds and Systemic Risk Reporting», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 631,

<sup>107</sup> MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV, «Introduction», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 14. V. tb. o Considerando (78).

<sup>108</sup> V. tb. SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 118.

<sup>109</sup> Isso aconteceu no caso Lehman Brothers: EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 455, que trata igualmente da necessidade de consentimento do devedor ou de quem constitui a garantia no que diz respeito à possibilidade de reutilização..

<sup>110</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, cit., p. 8.

o que se paga por isso for menos do que o rendimento que se retira do capital total.

O n.º 3 do art. 25.º mostra, desde logo, que o GFIA deve ter limites para o recurso a alavancagem em relação a cada FIA por ele gerido, devendo mostrar que são limites razoáveis e que os cumpre permanentemente. O mesmo n.º 3 impõe às autoridades competentes uma avaliação dos «riscos decorrentes do recurso ao efeito de alavancagem por parte de um GFIA no que se refere aos FIAs por si geridos e, quando tal seja considerado necessário para assegurar a integridade e estabilidade do sistema financeiro», devem, observados certos passos, impor «limites ao nível de alavancagem que o GFIA pode utilizar [...]» ou outras restrições<sup>111</sup>. A imposição dos limites ou restrições deve ter por fim «limitar o grau de contribuição do recurso ao efeito de alavancagem para a acumulação de riscos sistémicos no sistema financeiro ou de riscos de perturbação dos mercados»<sup>112</sup>. Para a realização desse controlo é especialmente relevante o art. 24.º, 4, que obriga os GFIAS que gerem FIAs «com recurso substancial ao efeito de alavancagem» a fornecer determinadas informações às autoridades competentes sobre aquela mesma alavancagem.

### 3.6. A escolha do *prime broker* (corretor principal)

Como se lê no Considerando (43), «em particular, os fundos de retorno absoluto fazem atualmente uso de corretores principais». O art. 14.º, 3, 2.º par., da DGFIA estabelece que os «GFIA devem agir com a devida competência, zelo e diligência na seleção e nomeação dos corretores principais com os quais deva ser celebrado um contrato». As regras da DGFIA e do Regulamento de Execução resultam da necessidade de tentar evitar situações como as que se verificaram no caso Lehman Brothers<sup>113</sup>.

Curiosamente, a definição que surge no art. 4.º, 1, a-F) é a de «corretor de primeira linha»: «uma instituição de crédito, uma empresa de investimento regulamentada ou qualquer entidade sujeita a regulação prudencial e supervisão contínua, que preste serviços a investidores profissionais,

<sup>111</sup> Referindo as restrições quanto ao recurso a garantias (financeiras – «collateral») e ao empréstimo («securities lending»), EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 454.

<sup>112</sup> Considerando que a imposição de limites à alavancagem é um dos «more controversial subjects» da Diretiva, EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 454.

<sup>113</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 51.

nomeadamente financiando ou executando transações de instrumentos financeiros na qualidade de contraparte, e que também possa prestar outros serviços, como compensação e liquidação de negócios, serviços de custódia, empréstimo de títulos, tecnologia personalizada ou instalações de apoio operacional». Na versão em língua inglesa da DGFIA, em ambas as normas surge «prime broker[s]»...

A centralização de tarefas num *prime broker* tem vantagens claras. Como o *prime broker* fornece serviços financeiros, aquela centralização aumenta a eficiência e facilita a constituição de garantias<sup>114</sup>.

O contrato celebrado com o corretor principal é visado pelo art. 23.º, 1, o), da DGFIA. Esta norma dá especial destaque às «eventuais disposições do contrato celebrado com o depositário relativas à possibilidade de transferência e reutilização de ativos do FIA [...]». A mesma possibilidade aparece também mencionada no art. 14.º, 3, em que se estabelece que o contrato escrito celebrado com o corretor principal deve prever que o depositário seja dele informado. Nesse contrato terá de ser prevista a eventual possibilidade de transferência ou reutilização de ativos do FIA<sup>115</sup>. Por outro lado, o art. 21.º, 10, claramente estabelece que os «ativos referidos no n.º 8 não podem ser reutilizados pelo depositário sem o consentimento prévio do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA»<sup>116</sup>. Algumas surpresas indesejáveis serão, em princípio, afastadas, pois o «corretor principal que aja como contraparte dum FIA não pode ser depositário do mesmo FIA, a menos que tenha funcional e hierarquicamente separado o desempenho das suas funções de depositário das suas funções de corretor principal e que os potenciais conflitos de interesses tenham sido devidamente identificados, geridos, acompanhados e divulgados aos investidores do FIA [...]».

<sup>114</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 84, que acrescentam: «Typically, the fund will permit the prime broker to 'use', ie borrow, the custodied assets from the fund, also known as re-hypothecation, permitting a much lower financing rate to the fund». MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 16, refere que o corretor principal permitirá ao *Hedge Fund* realizar com maior facilidade vendas a descoberto.

<sup>115</sup> Lembre-se, a propósito, o que já escrevemos quanto às garantias financeiras e à *rehypothecation* em «O penhor financeiro e a alienação fiduciária em garantia no processo de insolvência», *RD1*, 1, 2017, p. 8 e ss.. Cfr. tb. o art. 83.º, h), do Regulamento de Execução 231/2013.

<sup>116</sup> Admitindo o consentimento «in general terms», podendo ser dado «in a general clause in the agreement between the investor and fund», EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 456, em texto e nt. 115.

O Regulamento 2015/2365, de 25 de novembro de 2015<sup>117</sup>, deu especial atenção à reutilização<sup>118</sup>. Esta consiste na «utilização por uma contraparte, em seu nome e por sua própria conta ou por conta de outra contraparte, incluindo uma pessoa singular, de instrumentos financeiros recebidos no âmbito de um acordo de garantia. A utilização abrange a transferência de titularidade ou o exercício do direito de disposição nos termos do artigo 5.º da Diretiva 2002/47, mas não a liquidação do instrumento financeiro em caso de incumprimento da contraparte que presta a garantia». Naturalmente, o âmbito de aplicação do Regulamento é decisivo. No art. 2.º do Regulamento 2015/2365 estão especialmente mencionados os GFIAs autorizados nos termos da DGFIA (n.º 1, al. c)). O n.º 4 do art. 2.º, que permite alargar a lista das isenções constantes do n.º 2, faz, no entanto, referência ao art. 15.º, que diz respeito à reutilização (bem como ao art. 4.º). O próprio termo «contraparte» tem o seu significado específico.

Interessa-nos sobretudo destacar o disposto no art. 15.º do Regulamento 2015/2365, que tem precisamente por epígrafe «Reutilização de instrumentos financeiros recebidos no âmbito de um acordo de garantia»<sup>119</sup>. De acordo com o respetivo n.º 1, a contraparte que presta a garantia deve *receber certas informações* e, nos casos de acordo de garantia com constituição de penhor financeiro com direito de disposição, é necessário que dê o seu *consentimento expresso*, ou, no caso de se tratar de acordo de garantia com transferência de titularidade, que dê também o seu *acordo expresso* em prestar a garantia. Assim, o direito de reutilização de instrumentos financeiros recebidos a título de garantia fica sujeito «pelo menos à observância das seguintes condições, cumulativamente consideradas: a) A contraparte que presta a garantia foi devidamente informada por escrito pela contraparte que recebe essa garantia dos riscos e consequências que podem ser inerentes a uma das seguintes situações: i), concessão do direito de disposição da garantia ao abrigo de um acordo de garantia com constituição de penhor nos termos do artigo 5.º da Diretiva 2002/47/CE, ii) celebração

<sup>117</sup> Regulamento (UE) 2015/2365 do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de novembro de 2015 «relativo à transparéncia das operações de financiamento através de valores mobiliários e de reutilização e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012». Sobre a entrada em vigor e aplicação do Regulamento v. o seu art. 33.º.

<sup>118</sup> E não só. Particularmente importantes são as obrigações de notificação a repositórios de transações e as exigências que recaem sobre fundos de investimento. O Regulamento insere-se na estratégia da Comissão de regular o chamado «shadow banking»: cfr. GEOFFREY YEOWART/ROBIN PARSONS, *Yeowart and Parsons on The Law of Financial Collateral*, cit., p. 672.

<sup>119</sup> Sobre o penhor financeiro e a alienação fiduciária em garantia, v. o nosso «O penhor financeiro e a alienação fiduciária em garantia no processo de insolvência», cit., p. 8 e ss..

de um acordo de garantia com transferência de titularidade; b) A contraparte que presta a garantia deu o seu consentimento prévio expresso, conforme confirmado pela assinatura da contraparte que presta a garantia, apostando por escrito ou de forma juridicamente equivalente num acordo de garantia com constituição de penhor, cujos termos prevejam o direito de disposição nos termos do artigo 5.º da Diretiva 2002/47/CE, ou acordou expressamente em prestar a garantia mediante um acordo de garantia com transferência de titularidade. No que diz respeito à alínea a) do primeiro parágrafo, a contraparte que presta a garantia é pelo menos informada por escrito dos riscos e das consequências que podem sobrevir em caso de incumprimento da contraparte que recebe a garantia».

Além disso, e agora olhando para o n.º 2 do art. 15.º do Regulamento 2015/2365, vemos que o *exercício do próprio direito de reutilização* «fica sujeito pelo menos à observância das seguintes condições, cumulativamente consideradas: a) A reutilização é efetuada nos termos especificados no acordo de garantia a que se refere o n.º 1, alínea b); b) Os instrumentos financeiros recebidos no âmbito de um acordo de garantia são transferidos da conta da contraparte que presta a garantia. Em derrogação da alínea b) do primeiro parágrafo, caso uma contraparte num acordo de garantia esteja estabelecida num país terceiro e a conta da contraparte que presta a garantia seja mantida num país terceiro e seja regida pelo direito desse país, a reutilização é comprovada quer por uma transferência da conta da contraparte que presta a garantia quer por outro meio adequado».

Porém, o regime do art. 15.º do Regulamento 2015/2365 «não afeta o direito nacional relativo à validade ou ao efeito de uma operação» (n.º 4)<sup>120</sup>. Mas, por outro lado, não prejudica «legislação setorial mais estrita, nomeadamente as Diretivas 2009/65/CE e 2014/65/CE, e ainda do direito nacional destinado a garantir um nível mais elevado de proteção das contrapartes que prestam as garantias» (n.º 3). O regime sancionatório previsto é particularmente pesado (v., em especial, o art. 22.º, 4, g, ii)).

### 3.7. As questões relativas à responsabilidade

Várias normas da DGFIA são dedicadas a questões relativas à responsabilidade (civil): responsabilidade dos GFIA e de avaliadores externos quanto à avaliação de ativos (art. 19.º, 10), responsabilidade do GFIA por delegação de funções (art. 20.º, 3) e responsabilidade do depositário (art.

<sup>120</sup> V., a propósito, o Considerando 23 do Regulamento.

21.º, 12 e 13, da DGFIA, e arts. 100.º e ss. do Regulamento de Execução 231/2013<sup>121</sup>).

O regime da responsabilidade do depositário é, aliás, um dos aspetos mais criticados do regime da DGFIA<sup>122</sup>. Desde logo, porque poderá levar a um aumento dos custos resultantes da atividade daquele depositário<sup>123</sup>. Porém, as regras em causa terão sido uma resposta ao «caso Madoff»<sup>124</sup>: aparentemente, o primeiro depositário deveria ter investigado mais<sup>125</sup>.

## 4. A DGFIA e a governação das sociedades anónimas

### 4.1. O exercício do direito de voto pelos GFIA

O Regulamento Delegado 231/2013 aborda alguns aspectos relativos ao exercício do direito de voto pelo GFIA nas carteiras dos FIAs que gere. O respetivo art. 37.º exige que o GFIA desenvolva «estratégias adequadas e eficazes para determinar quando e como quaisquer direitos de voto detidos nas carteiras de FIA que gere devem ser exercidos, em benefício exclusivo do FIA em causa e dos seus investidores» (n.º 1)<sup>126</sup>.

Essa estratégia deve estabelecer medidas e procedimentos tendo em vista (i) acompanhar as ações relevantes das empresas, (ii) assegurar que o exercício dos direitos de voto é conforme com os objetivos e a política de

<sup>121</sup> V. tb. o art. 122.º RGOIC.

<sup>122</sup> Sobre isto, DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 10; a p. 94, consideram-no «one of the most controversial elements of the AIFMD».

<sup>123</sup> V., p. ex., ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», cit., p. 94.

<sup>124</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 78. Sobre o «caso Madoff» pode ver-se, entre nós, CALVÃO DA SILVA, «OICVM – Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 63-A/2013)», cit., p. 29.

<sup>125</sup> EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 459. No entanto, o mesmo autor entende que não estava aí em causa, verdadeiramente, um GFIA: EDDY WYMEERSCH, «The Regulation of Private Equity, Hedge Funds and State Funds», cit., p. 24. Referindo-se à prática da delegação da função de custódia pelos depositários, ALEXANDRE DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e perspetivas futuras», cit., p. 94 (a p. 93, menciona também dificuldades quanto à identificação dos instrumentos financeiros abrangidos pelas obrigações de custódia).

<sup>126</sup> V. o art. 90.º, 1, do RGOIC.

investimento dos FIA relevantes» e (iii) prevenir ou gerir eventuais conflitos de interesses decorrentes do exercício dos direitos de voto» (n.º 2)<sup>127</sup>.

O n.º 3 do art. 37.º do Regulamento Delegado trata da disponibilização aos investidores, mas apenas *a pedido* destes, de uma descrição «sumária» das estratégias e «pormenores das medidas tomadas com base nessas estratégias». Parece pouco<sup>128</sup>.

Por outro lado, o facto de se estabelecer que a estratégia de exercício do direito de voto deve assegurar a conformidade desse exercício «com os objetivos e a política de investimento dos FIA relevantes» não pode fazer esquecer o regime jurídico a que a entidade participada está sujeita. Em particular, não pode fazer esquecer o direito das sociedades.

#### 4.2. A aquisição do controlo e o *asset stripping*

A secção 2 do Cap. V da DGFIA tem por epígrafe «Obrigações dos GFIAs que gerem FIAs que adquiram uma posição de controlo em empresas não cotadas e em emitentes»<sup>129</sup>. Alguns aspetos desse regime merecem especial atenção<sup>130</sup>.

O art. 28.º, 5, da DGFIA estabelece que os «Estados-Membros devem exigir que, quando um FIA adquira uma posição de controlo numa empresa não cotada nos termos do n.º 1, em conjugação com o n.º 5, do artigo 26.º, o GIFA que gere o FIA em questão forneça às autoridades competentes do seu Estado-Membro de origem e aos investidores do FIA informações sobre o financiamento da aquisição».

No entanto, no Considerando (56) pode ler-se o seguinte: «Esta obrigação de prestar informações sobre o financiamento deverá aplicar-se também a GFIAs que giram FIAs que adquiram controlo sobre um emitente

<sup>127</sup> V. tb. o art. 90.º, 2, RGOIC.

<sup>128</sup> V. o art. 90.º, 5, do RGOIC.

<sup>129</sup> Porém, o art. 26.º, 2, da DGFIA estabelece que a secção não se aplica se as empresas não cotadas em questão forem, designadamente, PMEs (v. tb. o art. 224.º, 2, do RGOIC). Mas o recurso à definição constante da Recomendação 2003/361/CE faz surgir algumas dúvidas: FRANK DORNSEIFER, «Hedge Funds and Systemic Risk Reporting», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 657 e s...

<sup>130</sup> O tema foi objeto de grande parte das preocupações reveladas por Poul Rasmussen num discurso a que deu o título «Direct EU regulation for Private Equity and Hedge funds The real economy comes first» e que foi apresentado na *High-Level Conference on Private Equity and Hedge Funds* (26 e 27 de fevereiro de 2009).

de ações admitidas à negociação num mercado regulamentado»<sup>131</sup>. A isso acresce que o art. 28.º, 1, também determina que os «Estados-Membros devem exigir que caso um FIA adquira, individualmente ou em conjunto, uma posição de controlo sobre uma empresa não cotada ou um emitente nos termos do n.º 1, em conjugação com o n.º 5, do artigo 26.º, o GFIA que gere o FIA em questão disponibilize as informações referidas no n.º 2 do presente artigo». Sucedе que um «emitente» é «um emitente, na aceção da alínea d) do n.º 1 do artigo 2.º da Diretiva 2004/109/CE, que tenha a sede social na União e cujas ações sejam admitidas à negociação num mercado regulamentado, na aceção do ponto 14 do n.º 1 do artigo 4.º da Diretiva 2004/39/CE». E isto leva a que o regime interesse não apenas aos fundos de *Private Equity*, mas igualmente aos *Hedge Funds*.

Por sua vez, o art. 30.º trata do «desmembramento de ativos» (*asset stripping*<sup>132</sup>, *Zerschlagen von Unternehmen*). Foi já referido que esse desmembramento pode ocorrer quando a sociedade alvo tem um bom desempenho e o fundo quer obter rapidamente meios para pagar a dívida que contraiu tendo em vista a aquisição ou quando a própria sociedade alvo está sobrecarregada com a mesma dívida e necessita de realizar uma rápida alienação de ativos<sup>133</sup>.

O art. 30.º também vem abranger o «emissor» ao lado, mais uma vez, da empresa não cotada. O que vem dito no n.º 1 do art. 30.º é o seguinte: «Os Estados-Membros devem exigir que, caso um FIA adquira, individualmente ou em conjunto, o controlo de uma empresa não cotada ou de um emissor [...] o GFIA que gere esse FIA, durante um período de 24 meses a contar da aquisição do controlo da empresa pelo FIA», fique sujeito a um conjunto vasto de obrigações. O GFIA é que fica obrigado e não direta-

<sup>131</sup> Chamando a atenção para isto mesmo, DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 110.

<sup>132</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «O acionista de capital de risco – dever de gestão», cit., p. 165, traduz *asset stripping* por canibalização.

<sup>133</sup> No texto do já mencionado discurso de Poul Rasmussen lê-se o seguinte: «Asset stripping may happen in various contexts. It may be done for instance when the target company is performing well and the private equity fund wishes a quick reimbursement of its acquisition debt; or, on the contrary, it may be implemented when the target company is overloaded with the acquisition debt and its survival requires a quick sale of assets. In all cases, the higher the debt, the higher the risk of asset stripping. And with financial-based asset stripping comes an increased risk of bankruptcy, as useful assets may have been disposed of». Para uma análise pormenorizada do discurso, CHRISTOPHE CLERC, «The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 649 e ss..

mente o FIA, a empresa não cotada ou o emissor<sup>134</sup>. Assim, durante aquele período de tempo o GFIA deve ficar impedido de praticar um conjunto de atos relacionados com distribuições<sup>135</sup>, redução de capital, resgate de ações ou aquisição de ações próprias, nos termos do art. 30.º, 1, 2 e 3.

A DGFIA tem duas grandes vantagens quando se olha para as regras relativas à conservação do capital constantes da Diretiva (UE) 2017/1132 (bem como, antes dela, no que dizia respeito ao regime das Segundas Diretivas – a «velha» e a «nova»). Por um lado, a DGFIA não se aplica apenas a sociedades anónimas; por outro, o art. 30.º, 1, da DGFIA faz referência à redução de capital, enquanto o 56.º, 1, da Diretiva 2017/1132 excetua precisamente os casos de redução do capital subscrito<sup>136</sup>.

Ainda assim, podia ter-se ido mais longe<sup>137</sup>. Basta pensar na alienação ou oneração de ativos importantes da sociedade<sup>138</sup> ou, como já propunha Rasmussen no seu discurso atrás citado, na eventual responsabilização do fundo em caso de insolvência da sociedade alvo após o desmembramento de ativos<sup>139</sup>. No entanto, é permitido o «gold-plating»<sup>140</sup>: o art. 26.º, 7, da DGFIA admite que os Estados-Membros adotem «regras mais estritas [...]»

<sup>134</sup> CHRISTOPHE CLERC, «The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p.664. Chamando a atenção para possíveis conflitos entre GFIA e FIA, EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 472.

<sup>135</sup> O termo «compreende, nomeadamente, o pagamento de dividendos e juros correspondentes às ações» (art. 30.º, 3, a), da DGFIA). V. tb. os arts. 32.º e 33.º do CSC. Sobre a tentação de distribuir «superdividendos» e as várias técnicas para os conseguir (muitas vezes para «cash in and run»), MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 43 e s., que também refere serem estratégias mais comuns a fundos de *Private Equity*. Mas, como o autor demonstra, é também possível ver em algumas dessas estratégias aspectos positivos: quando, por exemplo, se pretende a venda de ativos que não faz sentido manter.

<sup>136</sup> Salientando os dois aspectos, CHRISTOPHE CLERC, «The AIFM's Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 665.

<sup>137</sup> Considerando o regime «quite benign», EDDY WYMEERSCH, «The European Alternative Investment Fund Management Directive», cit., p. 472.

<sup>138</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 112.

<sup>139</sup> «Third, in the event the company becomes insolvent after the asset stripping, the private equity firm should be held liable».

<sup>140</sup> FRANK DORNSEIFER, «Hedge Funds and Systemic Risk Reporting», in DIRK ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 656. Criticando a forma como a possibilidade foi usada em Portugal, PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, cit., p. 808.

no que se refere à aquisição de participações em emitentes e empresas não cotadas nos seus territórios».

No que diz respeito às entidades a que a DGFIA não se aplica, é interessante ver que, depois de as sociedades gestoras de participações serem referidas no art. 2.º, 3, exige-se na respetiva definição do art. 4.º, 1, o), entre outras coisas, que as suas ações sejam admitidas à negociação num mercado regulamentado na União ou que «não tenha sido estabelecida com o objetivo principal de gerar retornos para os seus investidores por meio da alienação dos bens das empresas suas filiais ou associadas [...].» Também parece pouco tendo em conta que os requisitos não são cumulativos<sup>141</sup>.

## 5. Nota final sobre a DGFIA

A DGFIA não tem só desvantagens para os GFIA. O *EU-Pass*, que tem em conta, designadamente, a origem do GFIA e o Estado-Membro em que o FIA se encontra estabelecido (arts. 32.º, 35.º, 1, 39.º, 4, 40.º), tem aspectos positivos quanto à atividade de *comercialização* de unidades de participação ou ações dos FIAs pelos GFIA, bem como para a atividade de *gestão* (arts. 33.º e 41.º).

Além disso, e como salienta Robert Mirsky<sup>142</sup>, a Diretiva visa aumentar a proteção dos investidores, reduzir o risco sistémico e fornecer um conjunto de regras harmonizadas para a atuação das firmas de investimento na União Europeia.

Mas a forma como esses objetivos foram perseguidos não tem agradado a todos, havendo quem considere que «it is difficult to avoid the conclusion that the AIFMD is the product of rushed and opportunistic rule-making»<sup>143</sup>.

Uma nota final para dar conta da *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às medidas estruturais destinadas a melhorar a capacidade de resistência das instituições de crédito da UE* COM(2014) 43 final. Essa Proposta contém uma *proibição de negociação por conta própria* imposta a alguns bancos. Será, por isso, necessário estar atento à redação

<sup>141</sup> A definição parece pouco precisa. Criticando a utilização dos termos «propósito comercial» e a falta de clareza da definição, DIRK ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2015, p. 148.

<sup>142</sup> ROBERT MIRSKY, «Foreword», cit., p. vi.

<sup>143</sup> DANNY BUSCH/LODEWIJK VAN SETTEN, «The Alternative Investment Fund Managers Directive», cit., p. 10.

final do Regulamento tendo em conta as consequências que daí possam resultar para os *Hedge Funds*<sup>144</sup>.

<sup>144</sup> A p. 9 da proposta inicial pode ler-se: «Embora, em princípio, a proibição de negociação por conta própria possa ser alargada a todos os bancos, propõe-se aplicar a proibição apenas aos bancos referidos no artigo 3.º. Para evitar que os bancos iludam a proibição, por exemplo, através da aquisição ou investimento em fundos de cobertura («hedge funds»), o artigo 6.º, n.º 1, alínea b), estabelece que os bancos sujeitos à proibição de negociação por conta própria estão igualmente proibidos de investir ou deter participações em fundos de cobertura (ou certificados/derivados a eles associados) ou em entidades que desenvolvam atividades de negociação por conta própria ou patrocinem fundos de cobertura. Os fundos de tipo fechado não alavancado, principalmente fundos privados de participações, fundos de capital de risco e fundos de empreendedorismo social, estão isentos desta proibição, dado o seu papel benéfico para o financiamento da economia real (artigo 6.º, n.º 3). As instituições de crédito abrangidas pelas referidas proibições poderão continuar a prestar serviços bancários/serviços de custódia aos fundos de cobertura». Posteriormente, a Proposta sofreu alterações com a leitura pelo Conselho. Com especial interesse, v. o art. 8.º, a, quanto a certas instituições e às atividades de negociação que comportam riscos excessivos.

**RESUMO:** No presente texto é analisado o novo regime de conversão de suprimentos em capital, instituído pelo DL 79/2017, de 30 de junho. Depois de se concluir que este regime é exclusivamente aplicável às sociedades por quotas, são analisadas as principais diferenças relativamente ao regime geral da realização de créditos enquanto entrada dos sócios, concluindo-se que este novo regime não apresenta vantagens em relação ao regime regra.

**Palavras-chave:** Aumento de capital social; suprimentos; conversão de suprimentos em capital.

**ABSTRACT:** In this paper it is analysed the new regime for the conversion of shareholder's loans into equity, enshrined into law by DL 79/2017. After concluding that this regime is exclusively applicable to private companies, the main differences are analysed in relation to the general regime of shareholder's contributions with credits, and it is concluded that this new regime has no advantages over that general regime.

**Keywords:** Capital increase; shareholder's loans; conversion of shareholder's loans into equity.

PAULO DE TARSO DOMINGUES

## A conversão de suprimentos em capital social (DL n.º 79/2017, de 30 de junho)

1. A 30 de junho, do corrente ano de 2017, foi publicado o DL 79/2017 que procedeu a uma profunda alteração do CIRE e a uma pontual, mas importante, alteração do CSC, que respeita à admissibilidade da conversão de suprimentos em capital social.

São discutidas as vantagens e desvantagens da conversão de créditos em capital social, sendo, nos ordenamentos que nos são próximos, consagradas distintas soluções nesta matéria<sup>1</sup>.

2. Em Portugal, e no que respeita às sociedades de capitais (SA e SQ), as contribuições para o capital social têm necessariamente que se reconduzir a entradas em dinheiro ou a entradas em espécie (cfr. art. 202.º, n.º 1 e 277.º, n.º 1 CSC, aplicáveis respetivamente às SQ e SA).

Ora, não sendo o crédito dinheiro, a entrada com um crédito constitui necessariamente uma entrada em espécie (uma vez que não há um *tertium genus*), a qual ficava, por isso, sujeita ao regime próprio das entradas em

\* Professor da Faculdade de Direito da Universidade do Porto; Advogado (Abreu Advogados)

<sup>1</sup> O leitor interessado, pode recolher mais informação sobre o tema no meu *Variações sobre o capital social*, Almedina, 2009, pp. 223, ss.

espécie, nomeadamente à avaliação do bem por parte de um ROC independente da sociedade e à chamada “responsabilidade pela diferença”, i. é, à responsabilidade do sócio, que realizou tal entrada, em caso de se verificar uma eventual avaliação errada do bem que constitui o objeto da sua entrada (cfr. arts. 28.º e 25.º, n.º 3 CSC).

Ora, foi este estado de coisas que o novo regime, introduzido pelo DL 79/2017 (que modificou os artigos 87.º, 88.º e 89.º CSC), veio alterar, permitindo agora que a conversão de um específico crédito (o crédito de suprimentos) em capital social passe a estar sujeita a regras diferentes das previstas para as demais entradas em espécie (nomeadamente das que são aplicáveis à entrada com qualquer outro tipo de crédito).

3. Preliminarmente e antes de entrar na análise do novo regime jurídico, não se pode deixar de começar por dizer que esta é mais uma reforma confusa, pouco clara, sistematicamente incorreta e que, assim me parece, mais do que facilitar o funcionamento e desenvolvimento da atividade societária, poderá ser um foco de tensão e de problemas acrescidos para as nossas sociedades. Escolhos e dificuldades de aplicação do regime seguramente não faltará...

Importa, contudo, sublinhar que a finalidade da reforma é perfeitável e louvável. Conforme resulta do Preâmbulo do DL, pretendeu-se criar um “mecanismo simplificado de aumento do capital social por conversão de suprimentos”, prescindindo-se, nesta hipótese, da deliberação da coletividade dos sócios para proceder a tal operação, com o propósito de agilizar e facilitar, desta forma, a sua realização.

4. Em traços gerais, o novo regime traduz-se basicamente no seguinte:

- i) o sócio (ou conjunto de sócios) que tenha a maioria necessária para proceder a uma alteração do pacto, pode, por mera comunicação dirigida à sociedade, proceder a um aumento de capital por conversão dos suprimentos de que ele(s) seja(m) titular(es) nessa sociedade (art. 87.º, n.º 4 CSC);
- ii) para a conversão destes créditos em capital não é necessária a avaliação do crédito por parte de um ROC independente (ao contrário do que se estabelece, como regra geral, no art. 28.º CSC); basta que um contabilista ou um ROC certifique que tal crédito de suprimentos consta da contabilidade da sociedade (art. 89.º, n.º 4 CSC);
- iii) é atribuído ao(s) sócio(s) minoritário(s) um direito de oposição à realização da operação (art. 87.º, n.º 5 CSC).

Parecendo simples e claro, são várias as questões e dúvidas que este novo regime suscita.

5. Uma primeira dúvida prende-se, desde logo, com a questão de saber a que tipos societários se aplica este novo regime.

Constando este regime da Parte Geral do Código (arts. 87.º a 89.º) o mesmo deveria ser, em princípio, aplicável a todos os tipos societários. Era essa, aliás, a solução que constava do projeto de decreto-lei que foi submetido a discussão pública<sup>2</sup>, onde não se estabelecia qualquer referência quanto ao tipo de sócio (acionista ou quotista) que podia requerer a realização desta operação.

Não foi, no entanto, essa a solução que veio a ser consagrada no texto da lei. O n.º 4 do art. 87.º CSC prescreve hoje expressamente que apenas o “sócio de sociedade por quotas” pode beneficiar do regime ali previsto. Donde, é inequívoco, a possibilidade de um sócio requerer a conversão dos seus suprimentos em capital apenas está prevista e é aplicável às sociedades por quotas (e já não a outros tipos societários, nomeadamente às sociedades anónimas)<sup>3</sup>.

Já é diferente, contudo, o texto da lei no artigo 89.º, n.º 4 CSC, onde se dispensa a avaliação, por parte de um ROC, do crédito que se pretenda levar a capital (em desvio da regra do art. 28.º CSC). Aqui, de facto, a letra da lei já não se refere expressamente à aplicação da norma apenas às sociedades por quotas.

Por isso, se é claro que um acionista (sócio de uma SA) não pode requerer unilateralmente que os seus suprimentos sejam convertidos em capital (porque tal não é admitido nos termos do art. 87.º, n.º 4 CSC), já não é evidente se, numa sociedade anónima, caso os sócios pretendam (observando o procedimento normal de realização do aumento de capital, nomeadamente através de uma deliberação da assembleia geral) levar os seus créditos de suprimentos a capital, se prescinde da avaliação desses créditos por parte de um ROC independente (nos termos previstos no art. 28.º CSC), uma vez que no art. 89.º CSC não se estabelece uma restrição idêntica à do art. 87.º, que explicitamente prescreve que o respetivo regime só é aplicável às SQ.

<sup>2</sup> Que se pode ler, p. ex., no sítio do Governo em <<http://www.smmp.pt/wp-content/uploads/CSC-CIRE-07-03-2017.pdf>> ou em <<http://www.portugal.gov.pt/pt/consultas-publicas/consultas-legislativas-encerradas/20170317-capitalizar.aspx>>.

<sup>3</sup> Pelo que é demonstrativo da ligeireza com que se legisla, que nesta mesma norma – exclusivamente aplicável às SQ –, no texto da lei, que foi publicado a 30 de junho, não se tenha eliminado a referência aos administradores, referência essa que vinha do projeto e onde fazia sentido, porquanto ali não se restringia a aplicação do regime às SQ. Entretanto, na extensa Declaração de Retificação n.º 21/2017, de 25 de agosto, o legislador veio emendar a mão e corrigiu o texto da norma, na qual se passou a referir apenas à gerência.

A verdade, porém, é que o regime do art. 89.º, n.º 4 CSC não é aplicável às SA! Ainda que se aceite, como pacificamente se tem aceitado, que o regime dos suprimentos, apesar de apenas estar previsto para as SQ (nos artigos 243.º, ss. CSC), se deve igualmente aplicar às SA, não pode, neste tipo societário, a conversão destes créditos em capital deixar de ficar sujeita à avaliação por parte de um ROC. Com efeito, as legislações nacionais dos Estados membros têm de cumprir e observar as regras previstas no Direito da União Europeia. E, nesta matéria, o artigo 49.º da Diretiva da 2017/1132/UE (que podemos designar por Diretiva Codificadora do Direito das Sociedades)<sup>4</sup> impõe, para as SA<sup>5</sup>, que as entradas em espécie, têm necessariamente de ser objeto de avaliação por um perito independente<sup>6</sup>. Por isso, o regime previsto no art. 89.º, n.º 4 CSC – que consagra soluções contrárias àquelas que são impostas pela Diretiva Codificadora – não poderá aplicar-se às sociedades anónimas.

Poderá, no entanto, questionar-se se aquele regime do artigo 89.º, n.º 4 CSC é aplicável a outros tipos societários, nomeadamente às SENC, uma vez que relativamente a estas não se verifica o espalhamento e limitação resultantes do regime comunitário. A resposta deve ser, no entanto, também aqui negativa. Desde logo, porque este regime está claramente em conexão com o previsto no art. 87.º, n.º 4 CSC, e este, como se disse, apenas se aplica às SQ; por outro lado, porque esta solução – de dispensa de avaliação das entradas em espécie por parte do ROC – não é inovadora para as SENC, uma vez que ela já está consagrada para este tipo societário (cfr. art. 179.º CSC, que dispensa até a certificação da existência do crédito exigida

<sup>4</sup> Foi a Segunda Diretiva sobre sociedades (Diretiva 77/91/CEE, publicada no JO L 026, de 30/01/77) que veio pioneiramente regular, exclusivamente quanto às sociedades anónimas, “a conservação e as modificações do capital social”, razão pela qual foi também designada por Diretiva do Capital. Esta Diretiva foi, mais tarde, revogada e substituída pela Diretiva 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012, publicada no JO L 315/74, de 14 de novembro de 2012, no âmbito da política seguida a nível comunitário, de consolidação oficial dos atos normativos que foram objeto, no passado, de diversas alterações, como ocorreu com esta Segunda Diretiva. Entretanto, foi publicada a Diretiva (UE) 2017/1132, de 14 de junho de 2017, que procedeu à unificação e codificação, num texto só, de diferentes Diretivas sobre sociedades, entre as quais se inclui a Segunda Diretiva. Por facilidade de exposição, designarei esta Diretiva 2017/1132/UE por Diretiva Codificadora do Direito Societário.

<sup>5</sup> Cfr. art. 44.º e Anexo 1 da Diretiva Codificadora.

<sup>6</sup> Note-se que também a solução prevista no art. 87.º, n.º 4 CSC não seria admissível para as SA, uma vez que o art. 68.º da Diretiva Codificadora determina que o aumento de capital só pode ser deliberado pela assembleia geral ou por outro órgão societário (não admitindo que o mesmo possa resultar de uma decisão unilateral de um ou mais sócios).

pelo art. 89.º, n.º 4 CSC). Parece, pois, evidente que este novo regime da conversão de suprimentos em capital só cobra sentido nas SQ.

Mas sendo assim, aplicando-se este novo regime apenas às SQ, a sua inserção na Parte Geral do código (nos artigos 87.º a 89.º CSC) é, obviamente, do ponto de vista sistemático, incorreta, criando ruído e dificuldades interpretativas escusadas. Na verdade, as alterações introduzidas no CSC por este DL 79/2017 deviam ficar concentradas em um artigo (p. ex., criando-se um novo artigo 265.º-A) situado no Título III, correspondente à sociedade por quotas<sup>7</sup>.

6. Com o DL 79/2017 passou, pois, a ser possível, nas SQ, converter suprimentos em capital social, sem que se observe o rigoroso regime previsto para as entradas em espécie. Na verdade, a entrada com um crédito de suprimentos, como com qualquer outro crédito, consubstancia uma entrada em espécie que, até aqui, tinha, portanto, que ficar sujeita ao respetivo regime, nomeadamente à sua avaliação por parte de um ROC, independente da sociedade, nos termos do artigo 28.º CSC. Agora, neste tipo social, tal relatório e avaliação são dispensados. Para que o crédito de suprimentos seja levado a capital numa SQ, basta:

- i) que o mesmo esteja relevado no último balanço aprovado (art. 87.º, n.º 4 CSC);
- ii) que um contabilista ou ROC declare e certifique que o mesmo está contabilisticamente registado, mencionando a proveniência e a data do crédito (art. 89.º, n.º 4 CSC); e
- iii) que um sócio (ou conjunto de sócios) com a maioria necessária para aprovar a alteração do contrato<sup>8</sup> requeira a conversão de tal crédito em capital social (art. 87.º, n.º 4 CSC).

A declaração referida não tem que ser feita por um técnico/perito independente da sociedade (ao contrário do que se prevê no art. 28.º CSC); na verdade, porque aqui o que se exige é a certificação da informação que consta dos registos contabilísticos da sociedade, comprehende-se que tal certificação deva ser efetuada pelo próprio contabilista ou ROC da socie-

<sup>7</sup> Aliás, e como alertava já José Ferreira Gomes, num texto produzido no âmbito da consulta pública (que se pode ler na *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, 1, p. 25, ss.), a inserção no artigo 87.º CSC do regime previsto nos novos n.ºs 4 e 5 é totalmente desadequada, uma vez que o artigo trata dos requisitos da deliberação do aumento de capital e com este novo regime o que se visa é prescindir de tal deliberação!

<sup>8</sup> Nas sociedades por quotas, essa maioria terá de corresponder, no mínimo, a 75% do capital social – cfr. art. 265.º, n.º 1 CSC.

dade<sup>9</sup>, que são quem cuida de tais registos. Por isso, e uma vez que o sócio ou um técnico por si indicado não tem acesso àquela informação, deverá ser a sociedade que deve providenciar a certificação referida no art. 89.º, n.º 4 CSC, a qual deve instruir o pedido de registo<sup>10</sup> do aumento do capital social (art. 89.º, n.º 5 CSC). Esta declaração deve mencionar expressamente a “proveniência e a data” dos suprimentos (art. 89.º, n.º 4 CSC), com o que se pretende – através da publicidade resultante do registo – permitir dar a conhecer aos eventuais interessados as características dos bens que estiveram na origem do aumento de capital.

Por outro lado, nada na lei obriga a que o(s) sócio(s) tenha(m) que converter todo o valor do seu crédito de suprimentos em capital. Poderá converter-se apenas parte de tal crédito, cabendo ao(s) sócio(s) na comunicação à sociedade indicar qual o montante que se pretende que seja levado a capital.

Não se percebe, no entanto, porque é que a lei só previu a aplicação deste novo regime para a conversão de suprimentos em capital e não o estendeu a outros créditos, nomeadamente aos créditos de prestações suplementares de capital ou de prestações acessórias de natureza pecuniária, onde a aplicação de um regime simplificado seria tanto ou até mais justificada do que no caso da conversão dos suprimentos.

7. Resultando este aumento de capital de uma vontade unilateral do(s) sócio(s) maioritário(s), a lei não deixa, contudo, desacautelados os sócios minoritários.

Com efeito, a lei concede a qualquer sócio o direito de oposição à operação, o qual deve ser exercido, por escrito, no prazo de 10 dias após a “comunicação de conversão” (art. 87.º, n.º 5 CSC).

Note-se que o modo como esta operação de aumento de capital está gizada na lei é tudo menos linear. Com efeito, parece bastar a comunicação do sócio à sociedade para que o aumento de capital se considere verificado (cfr. o texto dos n.ºs 4 e 5 do art. 87.º CSC), ficando, no entanto a eficácia do aumento dependente da não oposição de qualquer um dos outros sócios (cfr. art. 87.º, n.º 5 CSC)<sup>11</sup>. I. é, há um aumento de capital que resulta de uma declaração unilateral do(s) sócio(s) maioritário(s)

<sup>9</sup> Aliás, a utilização do artigo definido na lei – “declaração do contabilista (...) ou do revisor” (cfr. art. 89.º, n.º 4 CSC) – aponta precisamente para que tal certificação deva ser efetuada pelo respetivo técnico da própria sociedade.

<sup>10</sup> Registo que deve ser requerido pela sociedade (cfr. art. 29.º do Código Registo Comercial).

<sup>11</sup> Refira-se, contudo, que no art. 88.º, n.º 2 CSC estabelece-se que o capital só se considera aumentado quando for emitida a declaração da gerência a que se refere aquela norma.

que, porém, não produz efeitos se houver oposição por parte de algum dos sócios minoritários!<sup>12</sup> Só no caso de não haver oposição, é que a gerência poderá emitir a declaração prevista no artigo 88.º, n.º 2 CSC, sendo esta declaração que determina a data em que se considera que o aumento de capital produzirá efeitos.

O sócio minoritário, que não requereu a conversão, pode não pretender obstaculizar a operação, mas igualmente converter os seus suprimentos em capital. Se esse for o caso, deve tal possibilidade ser-lhe concedida, desde que o comunique à sociedade no prazo de que dispõe para deduzir a oposição. Trata-se da solução que é imposta pelo fundamental princípio de direito societário da igualdade de tratamento dos sócios.

Neste novo regime consagra-se, pois, uma tutela exacerbada da minoria<sup>13</sup>, uma vez que qualquer quotista, independentemente do valor da sua participação, pode impedir que a operação venha a produzir efeitos, não exigindo sequer a lei que a sua oposição seja motivada!

E obviamente, *ça va de soi*, com esta tutela dispensada aos sócios minoritários fica ou pode ficar claramente comprometida a finalidade do regime de facilitar e agilizar a operação do aumento de capital social, uma vez que a mesma depende, afinal, da vontade e dos caprichos de qualquer sócio, por mais pequena que seja a sua quota.

8. Atenta esta tutela dispensada aos sócios minoritários, a melhor solução para os sócios maioritários acabará porventura por ser o recurso à tradicional forma de aumento do capital social, mediante deliberação em assembleia geral.

Com efeito, se todos os sócios estiverem de acordo com a operação, o melhor – e mais rápido<sup>14</sup> – será recorrer a uma deliberação tomada em assembleia universal, a qual pode ser realizada em qualquer momento sem necessidade de quaisquer formalidades prévias (cfr. art. 54.º CSC).

Se, pelo contrário, não se tiver a certeza sobre qual vai ser a posição dos sócios minoritários, o melhor – para não ficarem dependentes do arbítrio

<sup>12</sup> Melhor seria que os sócios comunicassem à sociedade a sua vontade de converter os suprimentos em capital, que esta ouvisse os demais sócios e, só no caso de estes não se oporem, se considerasse concluída a operação de aumento de capital.

<sup>13</sup> Não se vê como possa este regime permitir comportamentos abusivos por parte da maioria em detrimento da minoria – como refere José Ferreira Gomes, *op. cit.*, p. 30 –, por quanto a vontade da maioria só prevalecerá se se verificar a aquiescência ou, pelo menos, a inércia do(s) sócio(s) minoritário(s).

<sup>14</sup> Tenha-se presente que o art. 87.º, n.º 4 CSC concede à sociedade um prazo de 10 dias para comunicar a operação aos sócios não requerentes, dispondo estes de igual prazo para deduzirem oposição.

de um qualquer sócio – será os sócios maioritários aprovarem o aumento de capital em assembleia geral<sup>15</sup>, devidamente convocada para o efeito<sup>16</sup>.

Na verdade, ainda que o aumento do capital por conversão de suprimentos em capital venha a ser deliberado em assembleia geral, aplicar-se-lhe-á o disposto no artigo 89.º, n.º 4 CSC. Com efeito, esta norma tem caráter geral, não se prescrevendo que ela apenas é aplicável ao aumento de capital por conversão de suprimentos resultante do mecanismo previsto no art. 87.º, n.º 4 CSC (mediante comunicação dos sócios à gerência de que pretendem converter os seus suprimentos em capital). Ou seja, ainda que a conversão dos suprimentos em capital resulte de uma deliberação tomada em assembleia geral, não haverá que proceder à avaliação do crédito de suprimentos, por parte de um ROC, nos termos previstos no art. 28.º CSC; será apenas exigível a declaração prevista no art. 89.º, n.º 4 CSC.

Por tudo isto, os sócios maioritários terão pouco ou nenhum interesse em recorrer ao procedimento, bizantino e de sorte incerta, previsto no art. 87.º, n.ºs 4 e 5 CSC.

9. Uma última nota: com a reforma introduzida pelo DL 79/2017 consagrou-se, para as SQ, no aumento de capital efetuado mediante a conversão de suprimentos, dois principais desvios relativamente ao regime geral. 1.º) a desnecessidade de uma deliberação da assembleia geral (cfr. arts. 85.º, n.º 1 e 246.º, n.º 1, al. h) CSC); e, 2.º) a desnecessidade de avaliação do bem que constitui a entrada em espécie – como inquestionavelmente um crédito é – por parte de um ROC independente (cfr. art. 28.º CSC).

Mas afora estas duas diferenças, ao aumento de capital por conversão de suprimentos não deixa de se aplicar o regime geral previsto para o aumento de capital por novas entradas (*in casu*, entradas em espécie). Com efeito, o art. 89.º, n.º 1 CSC estabelece, como regra geral, que o regime aplicável às entradas efetuadas pelos sócios, num aumento de capital social, é o que se encontra previsto para o momento da constituição da sociedade. E no artigo 25.º CSC proíbe-se expressamente que o valor nominal da participação social exceda o valor real da entrada do sócio. Consagra-se aqui um princípio fundamental, não só do nosso direito, mas também do direito europeu<sup>17</sup>: o princípio da exata formação do capital

<sup>15</sup> Não se olvide que os sócios que podem recorrer ao mecanismo do art. 87.º CSC são aqueles que dispõem de maioria para aprovar a deliberação de aumento em assembleia geral.

<sup>16</sup> A assembleia geral tem de ser convocada com uma antecedência mínima de 15 dias (art. 248.º, n.º 3 CSC), que ainda assim é um prazo inferior ao dos 20 dias que o art. 87.º, n.º 5 CSC prevê.

<sup>17</sup> Cfr. art. 47.º da Diretiva Codificadora.

(subjacente ao qual está sobretudo a a proteção de terceiros<sup>18</sup>, mas também a tutela dos interesses dos próprios sócios<sup>19</sup>), o qual é, portanto, por força do art. 89.º, n.º 1 CSC, igualmente aplicável à operação de aumento de capital.

Por isso, apesar de, agora, se prescindir da avaliação do crédito de suprimentos que é convertido em capital<sup>20</sup>, o valor nominal atribuído às participações sociais resultantes do aumento não pode ser superior ao valor das correspondentes entradas (i. é, ao valor dos créditos convertidos em capital).

Ora, o valor de qualquer crédito – incluindo o crédito de suprimentos – não equivale necessariamente ao seu valor nominal, dependendo da solvabilidade do devedor, do prazo de pagamento, das garantias associadas ao crédito, etc.

Por isso, se o valor (real) do crédito de suprimentos for inferior ao seu valor nominal<sup>21</sup>, aquele – o seu valor real – deve ser o limite do aumento do valor das quotas e do capital social. Ou seja, o aumento do capital deve corresponder, no máximo, ao valor real dos créditos de suprimentos (e já não ao seu valor nominal).

Se tal não suceder – i. é, se o aumento do capital corresponder ao valor nominal do crédito de suprimentos e o seu valor real for inferior –, deverá aplicar-se analogicamente o regime previsto no artigo 25.º, n.º 3 CSC: o sócio deve responder, perante a sociedade, pela diferença entre o valor nominal da participação que recebeu e o valor (real) dos suprimentos que converteu em capital<sup>22</sup>.

<sup>18</sup> Subjacente ao princípio da exata formação está, de facto, precipuamente a função de garantia que se impõe ao capital social e a tutela que, com o respetivo regime, se pretende dispensar aos credores sociais. Com efeito, e como é sabido, nas sociedades de capitais apenas o património societário responde pelas dívidas sociais, pelo que com este princípio visa-se garantir aos credores que os sócios dotam efetivamente a sociedade de um património, pelo menos, equivalente ao valor do capital social.

<sup>19</sup> Com este regime, da proibição de participações sociais com um valor nominal superior ao valor da correspondente entrada, visa-se também, de algum modo, assegurar o princípio da igualdade de tratamento entre os sócios, na medida em que com ele se pretende conseguir que todos os sócios efetuem contribuições equitativas para a sociedade.

<sup>20</sup> Sendo que com a estima das entradas em espécie, por parte de um ROC independente, o que se visa é precisamente tentar assegurar que o valor da entrada não é inferior ao valor da participação social correspondente.

<sup>21</sup> V.g., porque a sociedade devedora está em dificuldades e/ou na iminência da insolvência.

<sup>22</sup> Em sentido idêntico, vide José Ferreira Gomes, “A alteração dos arts. 87.º e 89.º do CSC pelo Decreto-Lei n.º 79/2017, de 30 de junho: conversão de créditos de suprimentos em capital”, *Revista de Direito das Sociedades*, 2017, 3, ponto 3.



**RESUMO:** Neste texto, analisa-se a admissibilidade da estipulação de um direito dos sócios a demandarem e serem demandados, pela sociedade ou pelos demais sócios enquanto tais, num determinado foro exclusivo, no que respeite a certos litígios societários, bem como a possibilidade um tal direito ser atribuído tão-só a um sócio, ou a um conjunto não universal de sócios.

**Palavras-chave:** Direitos especiais; competência dos tribunais em matéria societária; pactos de jurisdição assimétricos.

**ABSTRACT:** This paper analyses the admissibility of a shareholder right, inscribed in the company's by-laws, to sue and to be amenable to suit, vis-à-vis the company and other shareholders, solely in a given exclusive forum, in what concerns intra-corporate litigation. It also scrutinises the possibility of such right being granted to a sole shareholder, or to a number of shareholders but not all of them.

**Keywords:** Special rights; jurisdiction in company-law disputes; asymmetric choice-of-forum clauses.

RUI PEREIRA DIAS\*

## Direitos especiais jurisdicionais e cláusulas assimétricas de eleição do foro

### 1. Introdução

Na presença de uma cláusula estatutária que determine a competência de um certo foro judicial para litígios relativos à vida da sociedade, podem surgir dúvidas sobre o seu âmbito *pessoal* e *material* de vinculação.

Perante este problema, o Tribunal de Justiça da União Europeia, em jurisprudência constante desde os anos 1990 a partir do caso *Powell Duffryn*<sup>1</sup>, pronunciou-se no sentido de que sócios *discordantes* da inserção superveniente de uma tal cláusula nos estatutos (no caso, de uma sociedade por ações alemã), bem como sócios *futuros*, se encontram vinculados “quando a cláusula atributiva de jurisdição consta dos estatutos da sociedade e esses estatutos estão depositados num lugar a que o accionista tem acesso ou constam de um registo público”<sup>2</sup>.

\* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

<sup>1</sup> Primeiro em interpretação da Convenção de Bruxelas de 1968, depois do Regulamento (CE) n.º 44/2001 (antecessores do Regulamento (UE) n.º 1215/2012, hoje em vigor, a que nos referiremos em texto como *Bruxelas Ia*), todos relativos à competência judiciária, ao reconhecimento e à execução de decisões em matéria civil e comercial.

<sup>2</sup> TJUE, *Powell Duffryn plc v. Wolfgang Petereit*, C-214/89 (1992.03.10), n.º 29; v. tb., mais recentemente, TJUE, *Profit Investment SIM SpA v. Stefano Ossi et al.*, C-366/13 (2016.04.20), n.º 34.

Pois bem: partindo aqui do pressuposto da aplicabilidade das regras de jurisdição europeias – as que têm hoje a maior relevância prática<sup>3</sup> – aplicáveis a sociedades comerciais, dedicamos as breves linhas que seguem à questão da admissibilidade da estipulação de um *direito especial* do sócio (ou da *categoria de ações* de que é titular) a demandar e ser demandado, pela sociedade e/ou pelos demais sócios enquanto tais, em determinado foro exclusivo, no que respeite a litígios societários tais como, por exemplo, a demanda da sociedade por incumprimento de obrigações dos sócios, ou a demanda de um sócio para responsabilização de um administrador por violação dos respetivos deveres.

## 2. Admissibilidade de um direito especial à demanda em determinado foro

No plano normativo europeu a que nos referimos, um pacto de jurisdição é admissível quando celebrado nos termos do artigo 25.º do Regulamento Bruxelas Ia<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Em função do seu amplo âmbito de aplicabilidade; mas outras poderão ser as regras aplicáveis, bastando para tal que caiamos fora desse âmbito, e podendo então aplicar-se, desde logo, a Convenção da Haia de 2005 sobre os acordos de eleição do foro (v. em particular os seus arts. 3.º, 5.º e 6.º) ou a disposição do art. 94.º do CPC português. Para um quadro geral da relação do Regulamento com o regime autónomo do CPC e outros instrumentos, cfr. Luís DE LIMA PINHEIRO, *Direito Internacional Privado – Volume III – Competência Internacional e Reconhecimento de Decisões Estrangeiras*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 92 ss..

<sup>4</sup> Cfr. *supra*, n. 1; o seu teor completo é: “1. Se as partes, independentemente do seu domicílio, tiverem convencionado que um tribunal ou os tribunais de um Estado-Membro têm competência para decidir quaisquer litígios que tenham surgido ou que possam surgir de uma determinada relação jurídica, esse tribunal ou esses tribunais terão competência, a menos que o pacto seja, nos termos da lei desse Estado-Membro, substantivamente nulo. Essa competência é exclusiva, salvo acordo das partes em contrário. O pacto atributivo de jurisdição deve ser celebrado:

- a) Por escrito ou verbalmente com confirmação escrita;
  - b) De acordo com os usos que as partes tenham estabelecido entre si; ou
  - c) No comércio internacional, de acordo com os usos que as partes conheçam ou devam conhecer e que, em tal comércio, sejam amplamente conhecidos e regularmente observados pelas partes em contratos do mesmo tipo, no ramo comercial concreto em questão.
2. Qualquer comunicação por via eletrónica que permita um registo duradouro do pacto equivale à «forma escrita».
3. O tribunal ou os tribunais de um Estado-Membro a que o ato constitutivo de um trust atribuir competência têm competência exclusiva para conhecer da ação contra um fundador, um trustee ou um beneficiário do trust, se se tratar de relações entre essas pessoas ou dos seus direitos ou obrigações no âmbito do trust.

Numa primeira leitura, poderíamos crer que aos litígios societários de todo o tipo, enquanto “*litígios surgidos ou a surgir de uma determinada relação jurídica entre a sociedade e os seus accionistas enquanto tais*”<sup>5</sup>, se aplicaria o entendimento do Tribunal de Justiça na jurisprudência citada: com a consequência de que aquela vinculação de sócios que não votaram favoravelmente a inserção da cláusula atributiva de jurisdição se estenderia a todo e qualquer litígio societário.

Mas – e entre outras dificuldades que essa primeira leitura coenvolve-ria<sup>6</sup> – é legítimo questionar se os sócios, desde logo no inicial momento da fundação, têm a possibilidade de estipular, sob a veste de um direito especial, o exclusivo recurso a um determinado foro para todos os litígios respeitantes às relações sociais.

Há, aqui, ao menos três aspectos merecedores de análise.

Ainda preliminarmente, cumpre reiterar que um tal pacto de jurisdição terá, em todo o caso, uma importante limitação material: nos termos do artigo 24.º, n.º 2, de Bruxelas Ia, os litígios “[e]m matéria de validade da constituição, de nulidade ou de dissolução de sociedades (...)” e bem assim “de validade das decisões dos seus órgãos” estão *imperativamente* sujeitos à competência internacional exclusiva dos tribunais do Estado-membro da sede social.

Em primeiro lugar, nas matérias societárias que escapam a essa competência internacional exclusiva, perguntar-se-á se uma eleição de foro é suscetível de constituir um possível e válido objeto de um verdadeiro *direito especial*. Atendendo à feição que no CSC lhes é atribuída, nomeadamente

4. *Os pactos atributivos de jurisdição bem como as estipulações similares de atos constitutivos de trusts não produzem efeitos se forem contrários ao disposto nos artigos 15.º, 19.º ou 23.º, ou se os tribunais cuja competência pretendam afastar tiverem competência exclusiva por força do artigo 24.º.*

5. *Os pactos atributivos de jurisdição que façam parte de um contrato são tratados como acordo independente dos outros termos do contrato.*

*A validade dos pactos atributivos de jurisdição não pode ser contestada apenas com o fundamento de que o contrato não é válido.*”

Para uma primeira alusão às modificações que o preceito sofreu nesta sua última versão, cfr. RUI MANUEL MOURA RAMOS, “Competência Judicial e Execução das Decisões na União Europeia. A Reformulação do Regulamento Bruxelas I pelo Regulamento (UE) N.º 1215/2012, de 12 de Dezembro de 2012”, in *Estudos de Direito Internacional Privado da União Europeia*, Imprensa da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2016, pp. 303 ss.

5 TJUE, Powell Duffryn, 1992.03.10, cit., n.º 32; como se vê, o TJUE refere-se na espécie a *sociedades por ações*, sem que, não obstante, doutrina e jurisprudência ulteriores, que citam e se apoiam naquele aresto, tenham duvidado da aplicabilidade do seu arrazoado aos demais tipos legais societários.

6 A esse tema nos dedicámos em tese de doutoramento que está em curso de publicação.

no artigo 24.º, em geral, e no artigo 302.º, em particular para a sociedade anónima, não vemos obstáculos: não há registo legal, nem tão-pouco parece normativamente justificar-se, de uma qualquer *tipicidade legal* dos direitos especiais. Pelo que a autonomia privada pode criativamente funcionar, dentro dos limites impostos pelos princípios e regras societários<sup>7</sup>. Ademais, não parecem erigir-se barreiras à aceitação de um direito especial com esta configuração nas *sociedades anónimas*, na medida em que se aceitem, a integrar uma categoria, ações privilegiadas<sup>8</sup> com certas vantagens *sem um conteúdo imediatamente patrimonial*: é sabido que “[p]odem ser diversos”, conforme prevê o artigo 302.º, n.º 1, do CSC, “os direitos inerentes às ações emitidas pela mesma sociedade”, sendo aliás um bom exemplo a hipótese do artigo 391.º, n.º 2, do CSC<sup>9</sup>.

Em segundo lugar, pressuposta a admissibilidade de um tal *direito especial jurisdicional*, poderia ainda questionar-se, nos termos societários gerais, se dele poderão ser titulares *todos os sócios*, ou se, pelo contrário, apenas em favor de uma parte do grémio social poderá validamente estipular-se um tal direito. Tomamos por lícita, com uma parte importante da doutrina atual<sup>10</sup> e jurisprudência<sup>11</sup>, que todos os sócios possam ser titula-

<sup>7</sup> V. (a propósito das sociedades anónimas) PAULO OLAVO CUNHA, “Os novos direitos especiais: as ações especiais”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 123, 125.

<sup>8</sup> Além de *ações privilegiadas*, na terminologia tradicional, o teor do artigo 344.º-A do CSC, introduzido em 2015, parece permitir chamar-lhes agora também *ações preferenciais*: ELENA MARQUES, “As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro”, in *DSR*, vol. 13, 2015, pp. 242-243.

<sup>9</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 430 ss..

<sup>10</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Accionistas: concessão de crédito e igual tratamento”, in JORGE MIRANDA (COORD.), *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Martim de Albuquerque*, Volume I, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 139, e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades – I – Parte Geral*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 620 (citando o caminhar da jurisprudência nessa linha, com o comentário: “Estamos no Direito privado: tudo o que permita alijar interpretações deprimidas, que restrinjam, sem fundamento sério, a liberdade das partes, deve ser acolhido e incentivado”); PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 249 ss.; JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Volume II, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2015, p. 202; PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance: um novo paradigma para a sociedade anónima*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2009, p. 26, n.º 9; ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “Artigo 24.º – Direitos especiais”, in JORGE M. COUTINHO DE ABREU (COORD.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, anot. n.º 3.1.; afirmámo-lo tb. de passagem em RUI PEREIRA DIAS, “Alguns problemas práticos da arbitragem de litígios societários (e uma proposta legislativa)”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Alme-

res do direito especial, neste caso *jurisdicional*. À primeira vista, na medida em que a cláusula atributiva de jurisdição não tem que ser exterior à *esfera social*, podendo ser, como em *Powell Duffryn*, uma comum estipulação estatutária, poderia aparentemente causar desconforto à nossa posição a aceitação de que direitos especiais sejam reconhecidos a *todos* os sócios no momento da fundação da sociedade. Todavia, isso em nada põe em causa o que expendemos: uma tal atribuição significa que os sócios entenderam vincar o domínio das respetivas *esferas individuais* no confronto correlativo com a *esfera social*, e fizeram-no do modo que, legitimamente, lhes pareceu mais adequado a uma ampla salvaguarda dessa opção: a consagração formalmente estatutária, indispensável à sua eficácia como *direito especial*,

dina, Coimbra, 2012, p. 300. Em sentido diverso, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., p. 332 (“(...) os direitos especiais não podem ser atribuídos à totalidade dos sócios, sem prejuízo da sua essência; mas pode suceder que sejam atribuídos a todos os sócios direitos que sejam apenas derrogáveis com o respetivo consentimento, isto é, que não possam ser questionados, alterados ou suprimidos sem a concordância do respetivo titular”; do Autor v. tb. PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 20 ss.; PAULO OLAVO CUNHA, “Os novos direitos especiais: as ações especiais”, cit., p. 116, em texto e n. 10; PAULO OLAVO CUNHA, “O Poder dos Sócios”, in FÁBIO ULHOA COELHO / MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (COORD.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 203); ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 408; ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos de Minoria Qualificada – Abuso de Direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 147. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, Coimbra, 2015, se bem entendemos, nega a atribuição de um direito especial a todas as categorias de ações, porque “tem de haver uma diferenciação clara entre as ações que conferem direitos especiais e as restantes” (pp. 104-105, n. 267; desconsidera-se, todavia, que pode haver uma suficiente “diferenciação” quando por hipótese o contrato atribua o direito especial *x* a todas as ações e o direito especial *y* apenas às ações da categoria *A*), mas aceita essa atribuição a todos os sócios de sociedades em nome coletivo, em comandita simples e por quotas (pp. 105 ss.).

<sup>11</sup> Vejam-se, entre outros, ainda à luz da LSQ, o ac. STJ, in BMJ, n.º 242 (1975), proc. n.º 064712, Relator: Acácio Carvalho (1974.12.20), pp. 322 ss.; ac. TRLisboa, in BMJ, n.º 271 (1988), proc. n.º 0004643, Relator: Pinto Furtado (1988.04.19), pp. 96 ss.; ac. TRPorto, proc. n.º 0734156, Relator: Pinto de Almeida (2007.10.25). No sentido oposto, pode ver-se o ac. TRPorto, in CJ, XXIV, I (1999), proc. n.º 0054392, Relator: Jorge Santos (1999.02.04), pp. 102-103. Aparentemente sem tomar posição (embora CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, cit., p. 90, os cite em favor do que intitula de “concepção restrita”), os acs. TRCoimbra, proc. n.º 2703/05.4TBMGR.C1, Relator: Barateiro Martins (2010.04.13), e TRCoimbra, proc. n.º 757/10.0T2AVR-A.C1, Relator: Barateiro Martins (2010.10.19) fazem apelo, na verdade, à distinção entre direitos *gerais* e *especiais*; mas em caso algum são inequívocos e, ademais, usam (embora sem citar) definições para aquela distinção quase decalcadas de JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Curso – vol. II*, cit., pp. 196-197, Autor que, como vimos, subscreve a oposta “concepção ampla”.

já que “[s]ó por estipulação no contrato de sociedade podem ser criados direitos especiais de algum sócio” (artigo 24.º, n.º 1, do CSC). Teremos, nesse caso, uma tutela individual que se afirma, não em favor de uma minoria porventura já existente, mas sim em favor de cada um dos sócios que, em dado momento futuro, pode efetivamente vir a ser minoritário<sup>12</sup>, mas terá a garantia de que, em momento algum, aquela sociedade poderá eficazmente alterar, *sem o seu consentimento*, a cláusula atributiva de jurisdição que foi configurada como direito especial.

Em terceiro lugar, questionar-se-á a posição dos membros dos órgãos sociais, que, não sendo partes no contrato de sociedade (na medida em que não sejam em simultâneo sócios, naturalmente), conhecem-no ou devem conhecê-lo: não pode deixar de ser assim, com vista ao cumprimento dos respetivos deveres de administrar ou fiscalizar. Diríamos que, convocando o artigo 25.º de Bruxelas Ia e *Powell Duffryn*, não parece existir margem para que o administrador se furte à *vinculatividade* de uma típica estipulação jurisdicional estatutária<sup>13</sup>, semelhante à que naquele caso existia. Se é certo que os membros dos órgãos sociais, enquanto tais, não têm a qualidade de *partes* (ou equiparável) no contrato de sociedade, não menos certo é que eles estão a este vinculados, tanto mais que uma sua eventual responsabilidade decorrerá, justamente, da “*preterição dos deveres legais ou contratuais*” a que estão adstritos<sup>14</sup>. Em decorrência natural do decidido em *Powell Duffryn*, pode entender-se que o administrador, ao aceitar a designação, estará a dar o seu consentimento tácito ao pacto de jurisdição societário – aqui enquanto cláusula materialmente estatutária, no mais estrito sentido, e não fundadora de quaisquer direitos especiais –, no pressuposto, naturalmente, de que essa cláusula inclua os litígios relati-

<sup>12</sup> Para uma análise historicamente situada do papel dos direitos especiais enquanto uma espécie de *mecanismo de perpetuação do poder da maioria*, projetando-se para um futuro em que não mais será a maioria (porque eram necessários “colossais recursos”, em plena 2.ª revolução industrial, que inviabilizariam a concentração do capital) mas ainda assim poderia permanecer dominante, v. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance: um novo paradigma*, cit., *maxime* pp. 192-193.

<sup>13</sup> Cfr. RAFAEL ARENAS GARCÍA, “Suing Directors in International Litigation”, in STEFAN GRUNDMANN ET AL. (HRSG.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 – Unternehmen, Markt und Verantwortung*, Band I, Walter de Gruyter, Berlin, New York, 2010, III, n.º 3, em que o Professor de Barcelona começa por explicitar algumas dúvidas que podem ser levantadas, mas é, *a final*, afirmativo, após a convocação de *Powell Duffryn*. No mesmo passo, identifica também a hipótese menos problemática: aquela em que há um acordo escrito, “num documento assinado pelo administrador e um representante da sociedade” (*id., ibid.*).

<sup>14</sup> Art. 72.º, n.º 1, do CSC, quanto aos membros da administração, para que remete ainda o art. 81.º, no que respeita aos membros de órgãos de fiscalização.

vos à sua atuação (*maxime*, as questões de responsabilidade civil societária dela emergente).

Ainda com respeito aos administradores, poderia colocar-se a questão de saber se também estaria vinculado a uma semelhante cláusula estatutária jurisdicional o chamado *administrador de facto*, isto é, o sujeito que, “sem título bastante, exerce, directa ou indirectamente e de modo autónomo (não subordinadamente), funções próprias de administrador de direito da sociedade”<sup>15</sup>. Primeiro, há que reconhecer a existência de variadas construções suscetíveis de conduzir a uma qualificação enquanto *administrador de facto*. A mais fácil de resolver é, claramente, aquela em que o sujeito deixa de ser *de iure* administrador porque caducou o título de designação, legitimador do exercício das funções, sem que tenha deixado de continuar a exercê-las após o termo do período para que foi designado<sup>16</sup>. Aí, um rápido paralelismo com a jurisprudência *Iveco Fiat* do Tribunal de Justiça resolve a questão na raiz: nessa espécie, tratava-se de um contrato escrito em que, de acordo com o seu clausulado, a respetiva “prorrogação” ou renovação só poderia ter lugar também por escrito, mas que na prática

<sup>15</sup> JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, 2.ª ed., IDET, Cadernos, n.º 5, Almedina, Coimbra, 2010, p. 101. V. ainda JORGE 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, IDET*, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2004, pp. 40 ss.; RICARDO COSTA, “Responsabilidade Civil Societária dos Administradores de Facto”, in *Temas Societários*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 23 ss.; MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 457 ss.; JOSÉ FERREIRA GOMES, “Conflitos de Interesses entre Accionistas nos Negócios Celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Accionista Controlador”, in PAULO CÂMARA ET AL., *Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 152 ss.; RICARDO COSTA, *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*, Coimbra, 2014, *passim*; a propósito do domínio qualificado, cfr. ainda JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Diálogos com a jurisprudência, II – Responsabilidade dos administradores para com credores sociais e desconsideração da personalidade jurídica”, in *DSR*, vol. 3, 2010, pp. 63-64; tb. em contexto de grupos, v. ainda ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade – Por um Critério Unitário de Solução do “Conflito do Grupo”*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 554 ss.; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Administração de facto: Do conceito geral à sua aplicação aos grupos de sociedades e outras situações de controlo interempresarial”, in PAULO CÂMARA ET AL., *A Designação de Administradores*, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 227 ss.. Noutros quadrantes, mas com manifesta influência na doutrina lusa, v. designadamente NICCOLÒ ABRIANI, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 1998, esp. pp. 223 ss., NICCOLÒ ABRIANI, “Riforma del diritto societario e responsabilità dell’amministratore di fatto: verso una nozione unitaria dell’istituto?”, in *Le Società*, 2000, pp. 212 ss.; ou HOLGER FLEISCHER, “Zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit faktischer Organe”, in *AG*, Heft 10, 2004, pp. 517 ss..

<sup>16</sup> Cfr. sobre o tema RICARDO COSTA, *Os Administradores de Facto*, cit., pp. 325 ss..

“continuou a constituir o fundamento jurídico das relações contratuais entre as partes”<sup>17</sup>. O Tribunal de Justiça reconheceu, em suma, duas alternativas: a cláusula permanece válida e aplicável aos contratos renovados quando a lei aplicável à substância do contrato permita “prorrogar validamente o contrato inicial, sem observância da forma escrita”; ou, caso essa lei tal não permita, quando haja confirmação escrita a que se não opôs a contraparte, tendo em vista a satisfação dos requisitos de forma do atual artigo 25.º, n.º 1, de Bruxelas Ia. Pois bem: mesmo que, num dado caso, existam dificuldades em preencher estes últimos requisitos de forma, a primeira alternativa afigura-se bem azada a abranger as hipóteses mais comuns, uma vez que os preceitos de que falamos não parecem integrar o “catálogo de normas que pressupõe a aptidão formal do sujeito que exerce a administração”, mas sim um outro “em que prevalece o aspecto substancial da administração ou do estatuto do administrador”<sup>18</sup>. Em certa analogia com essa jurisprudência, também na nossa hipótese o sujeito faz uma “tácita retoma” do “contrato inicial”, aqui emergente da sua inicial designação como membro do órgão social, continuando ulteriormente a usar como referência esse “contrato inicial” anteriormente celebrado, em que os estatutos desempenham o conhecido papel conformador das relações sociais. Pelo que, parece-nos, não haverá dificuldades em daí extrair também a manutenção do consentimento relativamente à cláusula atributiva de jurisdição. Já em outras hipóteses, aliás muito variadas, em que é uma construção menos imediata que subjaz à tentativa de qualificar um determinado sujeito enquanto administrador de facto, como por exemplo na hipótese de uma sociedade que exerce um controlo ou *domínio qualificado* sobre a sociedade dependente<sup>19</sup>, dentro ou fora de uma relação de grupo nos termos do Título VI do CSC, as dificuldades em determinar a posição do administrador de facto perante a cláusula jurisdicional estatutária podem crescer consideravelmente. Com a ressalva, porém, da mais

<sup>17</sup> TJUE, *SpA Iveco Fiat v. Van Hool NV*, C-313/85 (1986.11.11), n.º 2. Cfr. ERIK JAYME, “Gerichtsstand und abgelaufener Hauptvertrag in Art. 17 EuGVÜ (zu EuGH, Urteil v. 11.11.1986 – Rs 313/85 – Iveco Fiat SpA./Van Hool NV)”, in *IPrax*, Heft 6, 1989, pp. 361-362.

<sup>18</sup> RICARDO COSTA, “Responsabilidade Civil Societária dos Administradores de Facto”, cit., p. 41 (onde aliás se identifica já, com interesse para o que dissemos em texto, a obrigação “de não infringir as cláusulas do contrato social (...)”); v. ainda JOSÉ FERREIRA GOMES, “Conflitos de Interesses entre Accionistas”, cit., p. 156; RICARDO COSTA, *Os Administradores de Facto*, cit., pp. 881 ss..

<sup>19</sup> Nesse sentido, v. sobretudo JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Diálogos com a jurisprudência, II”, cit., pp. 63-64; RICARDO COSTA, *Os Administradores de Facto*, cit., *maxime* pp. 276 ss.; desfavorável, cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Administração de facto: Do conceito geral à sua aplicação aos grupos”, cit., pp. 231 ss..

simples hipótese de a própria sociedade dominante ser qualificável como administradora de facto, “na sombra”, da dependente<sup>20</sup>: nesse caso, a sua concomitante qualidade de *sócia* da dependente conduz à vinculação inequívoca da dominante aos estatutos, *enquanto sócia*, pelo que o exercício perde autonomia e relevância.

### 3. Cláusulas «assimétricas» ou «unidirecionais»

Em sentido inverso ao que abordámos em segundo lugar no ponto que imediatamente precede – isto é, a atribuição do *direito especial jurisdicional a todos os sócios* –, coloquemos agora a questão: haverá obstáculos normativos à admissibilidade de um tal direito que, diferentemente desse caso, seja atribuído *tão-só a um sócio, ou a um conjunto* não totalitário de sócios? Não é difícil imaginar a utilidade prática de um tal mecanismo. Basta pensar no sócio-investidor estrangeiro que pretende tomar parte na empresa e, para o efeito, “entrar no capital” da sociedade empresária: pode bem suceder que, no concreto contexto negocial, seja colocada a condição de serem submetidos todos os litígios intrassocietários<sup>21</sup> ao tribunal do domicílio desse investidor, ou outro escolhido por sua iniciativa e interesse.

Estariamos nessa hipótese perante um pacto de jurisdição *assimétrico*, no sentido em que vincula vários sujeitos, sem todavia lhes atribuir idênticos direitos e obrigações. Mais uma vez, socorrendo-nos da análise jurisdicional geral, à luz de Bruxelas Ia, não encontramos obstáculos de princípio a uma tal assimetria. Desde a Convenção de Bruxelas de 1968 que é admitida a celebração de um pacto de jurisdição em favor de apenas uma das partes, em que um dos contraentes é limitado nas suas alternativas jurisdicionais, ao passo que a sua contraparte mantém o poder de demandar em qualquer outro tribunal internacionalmente competente à luz das regras objetivas da Convenção. Era o que resultava expressamente, desde a redação originária de 1968, a partir do inicial parágrafo terceiro do artigo 17.º; um preceito que veio a desaparecer com o Regulamento de 2000, não por se pretender limitar ou excluir uma tal assimetria, mas sim porque a regra comportava uma considerável incerteza no momento de interpretá-la, em face da dificuldade que surgia ao determinar se, de facto, eram apenas os interesses de uma ou de outra parte que eram servidos pelo pacto assi-

<sup>20</sup> JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Diálogos com a jurisprudência, II”, cit., p. 64.

<sup>21</sup> Com exclusão, já sabemos, dos que estão sujeitos a competências internacionais exclusivas (art. 24.º, n.º 2, de Bruxelas Ia).

métrico<sup>22</sup>. Em Bruxelas Ia, mantém-se o silêncio da letra regulamentar; e parece dever entender-se hoje que a *assimetria* ou *unidirecionalidade* não tem por que, à partida, considerar-se desconforme com os objetivos do artigo 25.º de Bruxelas Ia ou do Regulamento no seu conjunto, sendo, por conseguinte, admissível<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> V. ULRICH MAGNUS, "Article 25", in ULRICH MAGNUS / PETER MANKOWSKI (EDS.), *Brussels Ibis Regulation*, Verlag Dr. Otto Schmidt / sellier european law publishers, Köln, 2016, n.º 148; HÉLÈNE GAUDEMÉT-TALLON, *Compétence et exécution des jugements en Europe – Matières civile et commerciale – Règlements 44/2001 et 1215/2012 – Conventions de Bruxelles (1968) et de Lugano (1988 et 2007)*, 5e. éd., LGDJ, Paris, 2015, n.º 157. À luz daquele preceito, o Tribunal de Justiça pronunciou-se em *Anterist* para resolver uma dessas incertezas, interpretando o artigo 17.º da Convenção de Bruxelas no sentido de que não é o simples facto de se ter escolhido o tribunal do domicílio de uma das partes que, por si só, funda a conclusão de que a escolha foi *em benefício de uma das partes*, "tendo em conta a multiplicidade dos motivos que puderam inspirar tal estipulação"; antes será de exigir "que a vontade comum de beneficiar uma das partes resulte claramente, quer dos termos da cláusula, quer do conjunto dos indícios resultantes do contrato ou das circunstâncias que rodearam a sua celebração": TJUE, *Rudolf Anterist v. Crédit Lyonnais*, 22/85 (1986.06.24), n.os 16, 14.

<sup>23</sup> Assim ULRICH MAGNUS, "Article 25", cit., n.º 149; FRANCISCO J. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, "Article 25", in ANDREW DICKINSON / EVA LEIN (EDS.), *The Brussels I Regulation Recast*, Oxford University Press, Oxford, 2015, n.º 9.85; HÉLÈNE GAUDEMÉT-TALLON, *Compétence et exécution des jugements en Europe*, cit., n.º 157; ROBERT FREITAG, "Halbseitig ausschließliche Gerichtstagsvereinbarungen unter der Brüssel I-VO", in PETER MANKOWSKI / WOLFGANG WURMNEST (HRSG.), *Festschrift für Ulrich Magnus zum 70. Geburtstag*, Sellier, München, 2014, pp. 419 ss.; DEYAN DRAGUIEV, "Unilateral Jurisdiction Clauses: The Case for Invalidity, Severability or Enforceability", in *J.Int.Arbit.*, Vol. 31, no. 1, 2014, pp. 37 ss.; RICHARD FENTIMAN, *International Commercial Litigation*, 2nd ed., Oxford University Press, Oxford, 2015, n.os 2.123 ss.. ADRIAN BRIGGS, *Private International Law in English Courts*, Oxford University Press, Oxford, 2014, n.º 4.190, descreve a tradição jurisprudencial inglesa amplamente favorável a tais *lop-sided agreements* (sobre essa tradição, v. ainda DEYAN DRAGUIEV, "Unilateral Jurisdiction Clauses", cit., p. 26), em contraponto com a recente decisão da *Cour de Cassation* francesa em *Rothschild* (*Cour de cassation (1re Ch. civ.), Banque privée Edmond de Rothschild Europe v. X, Arrêt n.º 983 (11-26.022) (2012.09.26)*); o discurso de BRIGGS é crítico desta última mas manifestamente cuidadoso, pelo que transcrevemos no original: «*At first sight this is hard to understand, as the customer had agreed in writing to proceed only in the courts of a single Member State, and the decision gave rise to significant concern. On the other hand, it may be contended that Article 25 makes provision for agreements which designate the courts of a Member State, and that whatever else the clause did, it designated much more than the courts of a single Member State. It is now arguable, even if the argument is not welcome, that Article 25 represents the outer limit of what party autonomy is allowed to do, and that jurisdiction agreements in which one party is allowed to sue wherever he wishes overreach themselves and fail accordingly*». Com efeito, o citado acórdão da *Cassation*, no centro de uma generalizada crítica (comum, com variantes, aos textos agora citados), não aceitou dar provimento à invocação pelo banco sediado no Luxemburgo, contra a sua cliente francesa demandante, de uma cláusula atributiva de jurisdição que tinha o seguinte teor, no original em francês: "Les relations entre la banque et le client sont soumises au droit luxembourgeois. Les litiges éventuels entre le client et la banque

Na hipótese considerada, interligam-se as exigências *societárias e jurisdicionais*. Como acabámos de ver, estas últimas não se opõem à assimetria de direitos e obrigações jurisdicionais. Importa, contudo, determinar em que termos se qualificam tais cláusulas à luz do direito societário português. Se a assimetria distingue as posições dos sócios, de um lado, e a da sociedade, de outro, pouco haverá que duvidar: os sócios instituem a sociedade e são senhores, dentro das limitações gerais conhecidas, da regulação dos termos da respetiva relação com a sociedade. Mas, na medida em que se separam *uns sócios*, de um lado, e *outros sócios*, de outro, a assimetria consubstancia-se, ao fim e ao cabo, na atribuição de uma “*posição privilegiada*”<sup>24</sup> àqueles sócios que, na assimetria jurisdicional, são favorecidos. Estaremos, então, perante um *direito especial*, a sujeitar-se, por conseguinte, ao regime a que acima fizemos referência.

Adiante-se, por fim, que, à luz do novo teor do artigo 31.º, n.º 2, de Bruxelas Ia, podem surgir dificuldades na articulação entre uma cláusula assimétrica e a prioridade ali atribuída ao *forum prorogatum*, que todavia pressupõe uma atribuição convencional de competência *exclusiva*, e não

*seront soumis à la juridiction exclusive des tribunaux de Luxembourg. La banque se réserve toutefois le droit d'agir au domicile du client ou devant tout autre tribunal compétent à défaut de l'élection de juridiction qui précède*”. O tribunal superior francês, como aponta HÉLÈNE GAUDEMÉT-TALLON, *Compétence et exécution des jugements en Europe*, cit., n.º 157, parece ter-se obnubilado (sob a perspetiva da mais sã aplicação dos comandos jurídicos bruxelenses) por “uma circunstância factual”, a saber, que “o litígio opunha um banco a um simples particular”; no que já foi qualificado como uma implícita admissão (e assim atendibilidade) do carácter *abusivo* da cláusula (cfr. *id.*, *ibid.*, n. 144), muito embora formalmente não se tratasse de uma *relação de consumo* ou qualquer outro dos casos em que o Regulamento europeu prescreve *regras jurisdicionais protetoras*. Mas o acórdão de 2012 da *Cassation* teve já sucessor em 2015, no mesmo sentido, em caso que opunha agora um banco suíço (*Credit Suisse*) a uma sociedade francesa, que, em termos similares (no original: “*l'emprunteur reconnaît que le for exclusif pour toute procédure est Zurich ou au lieu de la succursale de la banque où la relation est établie*”; e “*la banque est toutefois en droit d'ouvrir action contre l'emprunteur devant tout autre tribunal compétent*”), ficava limitada a exclusivamente demandar em Zurique, agora à luz da aplicação da Convenção de Lugano de 2007: cfr. *Cour de cassation* (1re Ch. civ.), (13-27.264) (2015.03.25) – e, para uma sua breve descrição e análise, BROOKE ADELE MARSHALL, “*Imbalanced Jurisdiction Clauses under the Lugano Convention – Judgment of the French Cour de Cassation of 25 March 2015*”, in *ZEuP*, 2016, pp. 515 ss.. Em comum a estes casos, há de admitir-se, são-nos dadas cláusulas cuja redação não é a mais cuidada, na perspetiva da garantia da sua admissibilidade e validade: porventura uma mais particularizada mas simples alusão aos *toutes autres tribunaux compétents* para cada caso seria suficiente para “desinsuflar” as objeções de imprevisibilidade e insegurança que nos casos parecem ter desempenhado papel relevante.

<sup>24</sup> JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Curso – vol. II*, cit., p. 197.

meramente facultativa, a esse foro<sup>25</sup>. Desde logo, é questionável se pode, sequer, ser invocada a regra do artigo 31.º, n.º 2, na medida em que a cláusula assimétrica não é estritamente exclusiva: à vinculação de uma das partes à demanda em um único tribunal, nessa medida fundadora de *exclusividade*, de um lado, corresponde todavia, do outro lado, a faculdade de optar por um de dois ou mais *fora* alternativamente convencionados, ou mesmo, na sua ausência, a sujeição às comuns e objetivas regras de jurisdição. Pois bem: se neste segundo lado não há fundamento para invocar o artigo 31.º, n.º 2, de Bruxelas Ia, já naquele primeiro a cláusula é efetivamente exclusiva, pelo que não vemos obstáculo a um *dépeçage* do seu tratamento normativo, à luz da teleologia do aludido preceito – designadamente, a valorização da autonomia privada atuada na celebração de pactos de jurisdição e a concomitante neutralização de “táticas de litigação abusivas”<sup>26</sup> ou *torpedeantes*<sup>27</sup>. Significa isto que, se a parte convencionalmente vinculada à exclusiva demanda em um determinado foro intraeuropeu propuser ação noutra tribunal de um Estado-membro, este último terá que “suspender a instância até ao momento em que o tribunal demandado com base nesse pacto declare que não é competente por força do mesmo” (artigo 31.º, n.º 2, de Bruxelas Ia).

#### 4. «Corporate control of forum clauses»

Uma feição particular de uma cláusula jurisdicional assimétrica é a que, tomando de empréstimo o termo cunhado pelas partes num litígio estadunidense, decidido no Delaware em 2013, *Boilermakers v. Chevron*<sup>28</sup>, poderíamos chamar de *corporate control of forum clause*.

Imaginemos que a cláusula jurisdicional estatutária, imediatamente antes da designação de um concreto tribunal como competente, prevê:

<sup>25</sup> Cfr. ROBERT FREITAG, “Halbseitig ausschließliche Gerichtsstandsvereinbarungen”, cit., pp. 430-431. Prescreve o citado art. 31.º, n.º 2: “Sem prejuízo do artigo 26.º, se demandado um tribunal de um Estado-Membro ao qual é atribuída competência exclusiva por um pacto referido no artigo 25.º, os tribunais dos outros Estados-Membros devem suspender a instância até ao momento em que o tribunal demandado com base nesse pacto declare que não é competente por força do mesmo.”

<sup>26</sup> Considerando n.º 22 de Bruxelas Ia.

<sup>27</sup> Para citar a famosa formulação do *torpedo italiano*, que remontará originalmente ao texto de MARIO FRANZOSI, “Worldwide Patent Litigation and the Italian Torpedo”, in *European Intellectual Property Review*, vol. 19, 1997, pp. 382 ss..

<sup>28</sup> Del. Ch., *Boilermakers Local 154 Retirement Fund et al. v. Chevron Corporation et al.*, 73 A.3d 934 (2013.06.25).

*"Salvo se a sociedade concordar por escrito na atribuição de competência a outro tribunal, (...)"*<sup>29</sup>.

Repare-se em como um dos efeitos desta cláusula é o de que aqueles que estão vinculados à cláusula jurisdicional terão de, em alternativa, ater-se ao seu cumprimento e demandar no foro assim designado, ou então solicitar a concordância da sociedade – em princípio representada pelos administradores para o efeito – para demandar noutro foro. Estabelecer-se-ia, pois, a necessidade de uma espécie de *pre-suit request*<sup>30</sup>, que, numa primeira leitura, pareceria mais não ser do que transformar esta cláusula numa espécie de acordo instituidor de uma competência meramente *corrente*, e não *exclusiva*. Mas, na verdade, ela teria efeitos algo diversos, uma vez que uma tal negociação teria lugar *tão-só entre o litigante* que pretende propor a ação *e a sociedade* a demandar, e não entre todos os sujeitos subscritores (ou de outro modo vinculados pelos estatutos)<sup>31</sup>.

O *Court of Chancery* pronunciou-se no sentido da validade da cláusula, afirmando jurisprudência superior classicamente favorável aos acordos de escolha de foro em geral<sup>32</sup>, e não duvidando da competência que, para

<sup>29</sup> Era o caso em Del. Ch., *Boilermakers v. Chevron*, 2013.06.25, cit., sendo o seguinte o teor completo da cláusula inicial, inserida em 29.9.2010: *"Unless the Corporation consents in writing to the selection of an alternative forum, the Court of Chancery of the State of Delaware shall be the sole and exclusive forum for (i) any derivative action or proceeding brought on behalf of the Corporation, (ii) any action asserting a claim of breach of a fiduciary duty owed by any director, officer or other employee of the Corporation to the Corporation or the Corporation's stockholders, (iii) any action asserting a claim arising pursuant to any provision of the Delaware General Corporation Law, or (iv) any action asserting a claim governed by the internal affairs doctrine. Any person or entity purchasing or otherwise acquiring any interest in shares of capital stock of the Corporation shall be deemed to have notice of and consented to the provisions of this [bylaw]"*. A cláusula foi modificada em 28.3.2012, com o intuito de esclarecer a competência de qualquer tribunal do Delaware, estadual ou federal, e a pressuposição de que esse tribunal tem à partida *personal jurisdiction* sobre os demandados *indispensáveis* à lide, pelo que a referência ao *Court of Chancery* foi substituída por: *"a state or federal court located within the state of Delaware, in all cases subject to the court's having personal jurisdiction over the indispensable parties named as defendants"*. Conferimos a petição inicial, obtida através de [http://newsandinsight.thomsonreuters.com/uploadedFiles/Reuters\\_Content/2012/02\\_-\\_February/BoilermakersLocal154\\_Danaher.pdf](http://newsandinsight.thomsonreuters.com/uploadedFiles/Reuters_Content/2012/02_-_February/BoilermakersLocal154_Danaher.pdf) e em arquivo com o autor (a ligação foi por último acedida em 25.8.2015, mas hoje o documento não mais está disponível em linha), p. 6, n.º 35. Neste caso, segundo aí mesmo se escreve, ao dizer-se *"the Corporation"*, está na realidade a dizer-se *"the Board"*. A argumentação é literalmente idêntica à de outra ação proposta pelos mesmos acionistas/ativistas contra a sociedade *Priceline Incorporated*: v. [http://newsandinsight.thomsonreuters.com/uploadedFiles/Reuters\\_Content/2012/02\\_-\\_February/pricelineforumselection.pdf](http://newsandinsight.thomsonreuters.com/uploadedFiles/Reuters_Content/2012/02_-_February/pricelineforumselection.pdf) (*idem* quanto à disponibilidade da fonte).

<sup>30</sup> V. a petição inicial citada, p. 6., n.º 38.

<sup>31</sup> *Id.*, p. 6, n.º 39.

<sup>32</sup> SCOTUS, *The Bremen v. Zapata Off-Shore Co.*, 407 U.S. 1 (1972).

o societarista europeu será porventura surpreendente, é reconhecida aos *directors* para livremente introduzirem ou modificarem uma tal cláusula nos *bylaws*, graças a uma autorização que o § 109(a) da *Delaware General Corporation Law* admite ser estatutariamente consagrada, e que na prática é sempre conferida, ainda que com a salvaguarda de que uma tal *competência de modelação estatutária* é *concorrente e nunca exclusiva*<sup>33</sup>.

Estas *particularidades jurídico-societárias*, neste caso do direito do Delaware (comuns, ainda que noutra medida, a muitos outros direitos societários estaduais que se integram sob a mesma federação estadunidense)<sup>34</sup>, são justificação bastante para duvidarmos fortemente da compatibilidade de uma semelhante cláusula perante Bruxelas Ia e o direito societário português. A cláusula pressupõe um *controlo jurisdiccional* da demanda *nas mãos dos administradores*, que pode bem justificar-se quando a estes é reconhecido um tão amplo papel modelador das regras conformadoras das relações sociais, como no Delaware, mas não tem possível arrimo legal num contexto normativo em que tão-somente aos sócios se reserva semelhante papel. Apenas logramos ir tão longe quanto aceitar que, *perante um litígio atual*, em que o sócio pretenda demandar a sociedade em foro diverso daquele que foi estatutariamente estipulado, numa matéria coberta por essa estipulação, o órgão de administração, em representação da sociedade, aceite prosseguir a lide nesse foro, na estrita medida em que essa atuação seja justificada ou mesmo imposta pelos seus *deveres legais gerais*<sup>35</sup>,

<sup>33</sup> O teor da al. (a) do § 109 da DGCL (de epígrafe *Bylaws*) é o seguinte, relevando neste contexto, essencialmente, os dois últimos períodos, que sublinhamos: «*The original or other bylaws of a corporation may be adopted, amended or repealed by the incorporators, by the initial directors of a corporation other than a nonstock corporation or initial members of the governing body of a nonstock corporation if they were named in the certificate of incorporation, or, before a corporation other than a nonstock corporation has received any payment for any of its stock, by its board of directors. After a corporation other than a nonstock corporation has received any payment for any of its stock, the power to adopt, amend or repeal bylaws shall be in the stockholders entitled to vote. In the case of a nonstock corporation, the power to adopt, amend or repeal bylaws shall be in its members entitled to vote. Notwithstanding the foregoing, any corporation may, in its certificate of incorporation, confer the power to adopt, amend or repeal bylaws upon the directors or, in the case of a nonstock corporation, upon its governing body. The fact that such power has been so conferred upon the directors or governing body, as the case may be, shall not divest the stockholders or members of the power, nor limit their power to adopt, amend or repeal bylaws.*

<sup>34</sup> Veja-se o *Model Business Corporation Act*, com especial atenção aos §§ 10.03 (Amendment by *Board of Directors and Shareholders*) e 10.05 (Amendment by *Board of Directors*).

<sup>35</sup> No contexto do Delaware, teríamos apoio para esta opinião em Del. Ch., *Boilermakers v. Chevron*, 2013.06.25, cit., onde se pode ler, entre outros passos: *“as with all exercises of fiduciary authority, the real-world application of a forum selection bylaw can be challenged as an inequitable breach of fiduciary duty”*. Na base desta doutrina geral, aí aplicada aos *forum selection*

que assim concretamente expliquem a necessidade ou conveniência de desatenderem ao *dever contratual* ou *estatutário* que se consubstancia no normalmente necessário cumprimento da cláusula jurisdicional estatutária<sup>36</sup>. Tecnicamente, de um ponto de vista jurisdicional, esta atuação não comporta dificuldades: bastará que a sociedade, comparecendo no foro diverso do *forum prorogatum*, não exceione com base na falta de competência internacional do tribunal demandado, nem tão-pouco proponha outra ação junto do *forum prorogatum*, e simplesmente *se submeta tacitamente* à jurisdição daquele tribunal, nos termos do artigo 26.º de Bruxelas Ia. Esta abertura, porém, não deixa de semear os seus perigos: basta pensarmos na existência de relações próximas entre certos administradores e sócios, que conduza, na prática, a que aqueles não se oponham ao prosseguimento da lide, proposta por estes no foro não escolhido, não em atenção ao interesse social, mas sim ao interesse particular daqueles sócios, não coincidente com aquele. Por conseguinte, para uma mais elevada proteção da escolha jurisdicional, e não parecendo haver como afastar liminarmente a aplicabilidade do artigo 26.º de Bruxelas Ia a uma comparência dos administradores em nome da sociedade, parece-nos adequada, para além dos mecanismos gerais de responsabilização civil societária, a previsão de sanções indemnizatórias ou compulsivo-sancionatórias aos administradores inadimplentes daquela cláusula estatutária, que podem tomar a forma de uma cláusula penal<sup>37</sup>, açãoável em face do incumprimento do pacto de jurisdição societário.

Voltando, para terminar, ao caso do Delaware, importa referir que nele se baseia uma alteração da *Delaware General Corporation Law*, por via da *Senate Bill* n.º 75, de 29 de abril de 2015, assinada pelo Governador do Delaware em 24 de junho de 2015<sup>38</sup>, que introduziu um novo § 115 da DGCL, com a epígrafe “*Forum selection provisions*” e o seguinte teor:

*bylaws*, está o pioneiro acórdão do Supreme Court of Delaware, *Andrew H. Schnell, Jr., and Jack Safer v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437 (1971.11.29), onde se lê, a propósito de um interessante litígio sobre a impugnação, por acionistas, de um adiantamento da data previamente fixada para a realização da assembleia geral anual: “*Management contends that it has complied strictly with the provisions of the new Delaware Corporation Law in changing the by-law date. The answer to that contention, of course, is that inequitable action does not become permissible simply because it is legally possible*”.

<sup>36</sup> Sobre estes deveres, em geral, veja-se JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, cit., pp. 9 ss.; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades – I*, cit., pp. 850 ss.; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., pp. 540 ss..

<sup>37</sup> Sobre esta e as suas várias espécies, v. por todos ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Cláusula Penal e Indemnização*, Almedina, Coimbra, 1990 (reimpr.: 1999), *maxime* pp. 601 ss..

<sup>38</sup> Cfr. <http://legis.delaware.gov/BillDetail?LegislationId=24380>, por último acedido em 30.9.2017.

*The certificate of incorporation or the bylaws may require, consistent with applicable jurisdictional requirements, that any or all internal corporate claims shall be brought solely and exclusively in any or all of the courts in this State, and no provision of the certificate of incorporation or the bylaws may prohibit bringing such claims in the courts of this State. "Internal corporate claims" means claims, including claims in the right of the corporation, (i) that are based upon a violation of a duty by a current or former director or officer or stockholder in such capacity, or (ii) as to which this title confers jurisdiction upon the Court of Chancery.*

Na sinopse<sup>39</sup> que acompanha a *Bill* do Senado estadual do Delaware, é feita expressa alusão concordante a *Boilermakers v. Chevron*, manifestando-se o intuito de assim codificar a regra de que é admissível a cláusula de escolha dos tribunais (estaduais ou federais) do Delaware como foro exclusivo para todas as *internal corporate claims*, e de que é proibida a inserção de cláusula no sentido oposto de que o acesso aos tribunais do Delaware para tais litígios fica vedado, uma vez se trate de sociedade incorporada no Delaware e assim sujeita ao seu direito. A nova regra não pretende tratar a questão da validade de estipulações estatutárias<sup>40</sup> que escolham outros tribunais, que não os do Delaware, enquanto *foros adicionais* para os litígios intrassocietários. Mas invalida a estipulação que, designando como competentes tais outros tribunais, ou mesmo um foro arbitral, precluda o recurso aos tribunais do Delaware naquelas matérias. O diploma oficial não deixa ainda de clarificar que o preceito "não pretende impedir a avaliação sobre se os termos específicos e o modo de adoção de uma particular disposição autorizada pela Secção 115 são compatíveis com as relevantes obrigações fiduciárias ou se ela opera razoavelmente nas circunstâncias apresentadas", dando-se como exemplo que uma tal estipulação poderá ser inadmissível se aos tribunais do Delaware for, por esse meio, precludida jurisdição sobre "indispensable parties or core elements of the subject matter of the litigation".

<sup>39</sup> Acessível através da ligação indicada na n. anterior e que seguimos de perto.

<sup>40</sup> Estamos a simplificar, com a qualificação *estatutária*, as menções expressas a *certificate of incorporation* e a *bylaws*. A propósito da tradição inglesa, mas que é também a realidade estadunidense, de separação em dois documentos distintos, cfr. breve nota em RUI PINTO DUARTE, "(Uma) Introdução ao Direito das Sociedades", in *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 17, n. 20. Dando conta de uma discussão em Inglaterra sobre a sua substituição por apenas um documento, e esquizando as exigências relativas aos respetivos conteúdos, cfr. MADS ANDENAS / FRANK WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge University Press, Cambridge et al., 2009, pp. 55 ss..

**RESUMO:** A Lei n.º 15/2017, de 03 de maio, proíbe a emissão de valores mobiliários ao portador, tendo sido (tardiamente) regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 123/2017, de 25 de setembro. Este estudo pretende analisar os impactos deste novo regime, quer durante o período de conversão, quer no que respeita ao período pós conversão.

**Palavras-chave:** Ações ao portador; período de conversão; transmissão de ações; exercício de direitos sociais.

**ABSTRACT:** The Law no. 15/2017, of May 03<sup>rd</sup>, prohibits the bearer securities issuance and was (belatedly) regulated by the Government through Decree-Law no. 123/2017, of September 25<sup>th</sup>. The aim of this study is to analyse the impacts of this new regime during the conversion period as well after that period.

**Keywords:** Bearer shares; conversion period; shares transmission; shareholder's rights exercise.

MARIA DE DEUS BOTELHO \*

## O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento

### 1. A Lei n.º 15/2017 e a proibição de emissão de ações ao portador

A Lei n.º 15/2017, de 03 de maio, veio proibir a emissão de valores mobiliários ao portador a partir do dia seguinte ao da sua publicação<sup>1</sup>. Desde o passado dia 04 de maio ficou, portanto, impedida a emissão de ações, obrigações e outros instrumentos financeiros elencados no art. 1.º do CVM, quando os mesmos revistam a modalidade *ao portador*<sup>2</sup>.

\* Advogada (JPAB); doutoranda (FDUC)

<sup>1</sup> A Lei n.º 15/2017, de 03 de maio, foi publicada na 1.ª Série do DR n.º 55 e entrou em vigor no dia 04 de maio de 2017 (art. 7.º). A proibição de emissão de valores mobiliários ao portador consta expressamente dos arts. 1.º/1 e 2.º/1 da Lei em análise que, adiante, será referida abreviadamente por nova Lei.

<sup>2</sup> O CVM não contém uma definição legal do conceito de valor mobiliário (o art. 1.º limita-se a fazer uma enumeração exemplificativa de tipos de valores mobiliários); a doutrina tem feito um esforço de conceitualização: destacamos, a este respeito, as noções de valor mobiliário propostas por JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENÇÃO, «O actual conceito de valor mobiliário», in *Direito dos Valores Mobiliários – Volume III*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001 (pp. 37-60), p. 60, que defende que «[v]alores mobiliários seriam direitos representados, integrados em categorias de idêntico conteúdo, de modo a permitir a negociação em massa, que sejam de tipo previsto por lei ou admitido pela entidade de supervisão»; e por PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009, p. 109, para quem «o valor mobiliário é a posição jurídica fungível representada ligada em termos causais a uma operação colectiva de investimento e susceptível de negociação em mercado».

A nova Lei resulta da conjugação de dois Projetos de Lei: o primeiro, com o número 205/XIII/1.<sup>a</sup>, da iniciativa do Grupo Parlamentar do Bloco de Esquerda, e o segundo, com o número 262/XIII/1.<sup>a</sup>, da iniciativa do Partido Socialista<sup>3</sup>. Da análise das exposições de motivos de cada um dos Projetos de Lei constata-se que a proibição de emissão de valores mobiliários ao portador (que ambos regulam imediatamente) se insere nas medidas transversais implementadas nacional e internacionalmente no âmbito do *combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo*<sup>4</sup>. Este novo diploma constitui, assim, parte integrante de um «pacote legislativo» de caráter mais abrangente destinado à transposição da Diretiva (UE) n.º 2015/849 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015, relativa à prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo, acolhendo ao mesmo tempo as recomendações do Grupo de Ação Financeira sobre o Branqueamento de Capitais (GAFI) com o mesmo objetivo<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> A redação inicial do Projeto de Lei do Grupo Parlamentar do Bloco de Esquerda pode ser consultada em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=40315>; a redação inicial do Projeto de Lei n.º 262/XIII/1.<sup>a</sup> pode igualmente ser vista em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=40451>; o texto conjunto dos dois Projetos de Lei referidos em texto pode ser lido em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a564454305a4e5153394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c7a5a6c4f4467334d7a51304c5445334d6d45744e47466c5a5330355a6a52684c574a6c4e6a4d7a4d5441774e444d794f5335775a47593d&fich=6e887344-172a-4aee-9f4a-be6331004329.pdf&InLine=true>.

<sup>4</sup> Desde o início do ano e até à data, foram já qualificados como terroristas 17 ataques. Pela necessidade de salvaguarda da segurança das pessoas, da proteção dos valores democráticos e dos direitos e liberdades dos cidadãos europeus, a prevenção e o combate ao financiamento do terrorismo é um tema prioritário na agenda da União Europeia – v. <http://www.consilium.europa.eu/pt/policies/fight-against-terrorism/>.

<sup>5</sup> De entre as iniciativas legislativas nacionais inseridas neste «pacote legislativo», salientam-se as que resultaram na publicação da Lei n.º 14/2017, de 3 de maio (que determina a publicação anual do valor total e destino das transferências e envio de fundos para países, territórios e regiões com regime de tributação privilegiada), da Lei n.º 16/2017, de 3 de maio (que alarga a obrigatoriedade de registo dos acionistas dos bancos à identificação dos beneficiários efetivos das entidades que participem no seu capital), da Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto (que estabelece medidas de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo) e da Lei n.º 92/2017, de 22 de agosto (que obriga à utilização de meio de pagamento específico em transações que envolvam montantes iguais ou superiores a € 3.000,00). A Diretiva (UE) n.º 2015/849, conhecida como a 4.ª Diretiva da UE sobre branqueamento de capitais ou financiamento do terrorismo, foi publicada no JOUE L 141, de 05 de junho de 2015, pp. 73-117 e pode ser consultada em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L0849&from=PT>. As recomen-

O presente estudo pretende analisar o impacto das soluções legislativas consagradas pela nova Lei nas ações das SA, na medida em que estas são comumente reconhecidas como sendo os mais relevantes valores mobiliários [art 1.º/1, al. a) do CVM], entendendo-se aqui o conceito no sentido de participação social, ou seja, enquanto «conjunto unitário de direitos e obrigações actuais e potenciais do sócio (enquanto tal)»<sup>6</sup>. Para além disso, este estudo centrará a sua análise no regime de proibição estabelecido pela nova Lei para as *ações tituladas ao portador*, por ter sido relativamente a esta modalidade de ações que, como veremos, se verificaram as mais relevantes (e problemáticas) alterações de regime. A delimitação de âmbito acabada de referir não nos impedirá, porém, de salientar ao longo da exposição um conjunto de aspetos que, do nosso ponto de vista, decorrem do regime legal estabelecido pela nova Lei para as ações escriturais ao portador, sempre que a comparação entre os dois regimes assim o justifique.

O regime legal português subdividia, até à entrada em vigor da nova Lei, os valores mobiliários (e, portanto, as ações) em duas grandes modalidades. A primeira delas tem por referência a sua forma de representação e distingue entre ações *escriturais* – quando estejam representadas por registos em conta – e ações *tituladas* – quando se corporizem em documentos em papel, os títulos<sup>7</sup>. A segunda modalidade de ações assenta na identificabilidade do respetivo titular, existindo, até à entrada em vigor da nova Lei, ações *nominativas* – que permitiam (e permitem) ao emitente conhe-

dações do GAFI estão disponíveis em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/gafi\\_recomendacoes\\_pt.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/gafi_recomendacoes_pt.pdf).

<sup>6</sup> COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades* (Vol. II), 5.ª edição, reimpr., Coimbra, Almedina, 2016, p. 195; o vocábulo *ação* pode, ainda, ter o significado de *fração do capital social* (art. 271.º do CSC) ou de *título de crédito* – v. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Valores Mobiliários [Ações]*, IDET Cadernos, n.º 1, Coimbra, Almedina, 2003, pp. 21-22. A ação corresponde, deste modo, à «participação social, cujo valor nominal é fração do capital social, e que normalmente será representada por título ou escrituralmente» – COUTINHO DE ABREU, ob. cit., p. 222. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009, p. 76, identifica ainda um quarto significado para o conceito de ação: o de *produto financeiro* [art. 1.º, al. a) do CVM]. Sobre a polissemia do termo ação, v. por todos, JOÃO LABAREDA, *Das ações das Sociedades Anónimas*, Lisboa, AAFDL, 1988, pp. 5-10. Sobre a convergência e complementaridade dos vários sentidos da palavra ação, v. PAULO CÂMARA, ob. cit., p. 133. A escolha do conceito de ação como participação social, em detrimento da noção de fração do capital social ou mesmo de título, não é feita de forma inocente e decorre da análise que, adiante, faremos, aos direitos e obrigações dos titulares desta modalidade de ações, quer durante o período de conversão, quer no final do mesmo, quando as ações não sejam, por qualquer razão, convertidas.

<sup>7</sup> V. arts. 46.º/1, 73.º e 95.º, todos do CVM. V., ainda, quanto às ações tituladas, o art. 304.º do CSC.

cer a todo o tempo o respetivo titular – e ações ao *portador* – as que não possibilitavam ao emitente o conhecimento a todo o tempo da identidade do respetivo titular<sup>8</sup>.

Era, deste modo, possível, até ao passado dia 04 de maio de 2017, a emissão das seguintes ações: (i) ações escriturais nominativas; (ii) ações escriturais ao portador; (iii) ações tituladas nominativas; e (iv) ações tituladas ao portador. Com a entrada em vigor da nova Lei, ficou proibida a emissão de ações escriturais ao portador e tituladas ao portador, pelo que, a partir de então, sendo as ações necessariamente nominativas, apenas estas podem revestir a modalidade de tituladas ou escriturais<sup>9</sup>.

O fundamento da proibição de emissão de ações ao portador consagrada na nova Lei é o de que estas ações, por não permitirem o conhecimento a todo o tempo da identidade do respetivo titular, obstam à transparência necessária ao controlo de atividades ilícitas, concretamente quanto a operações de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo, sendo, em teoria, aptas a satisfazer tais propósitos, o que urge combater. Não obstante a veracidade desta constatação, é certo e é importante levar em linha de conta que as motivações dos acionistas para a subscrição desta modalidade de ações são variadas, não sendo estas ações necessariamente subscritas com finalidades ilícitas<sup>10</sup>.

Consciente desta realidade, a Diretiva (UE) n.º 2015/849 estatuiu que «[o]s Estados-Membros tomam medidas para prevenir a *utilização abusiva de ações ao portador* ou warrants sobre ações ao portador»<sup>11</sup>. Também o GAIFI, nas recomendações a que acima se aludiu, estabeleceu a necessidade de implementação de medidas que visem «impedir a *utilização abusiva* das pessoas coletivas para fins de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo»<sup>12</sup>, sugerindo, como modalidades alternativas à proibição das ações ao portador, a conversão destas em ações registadas, a sua imobilização por via da detenção por instituição financeira ou por

<sup>8</sup> V. arts. 52.º/1 do CVM e arts. 272.º/d) e 299.º do CSC, todos na redação anterior à que lhes foi conferida pela nova Lei. Abstraímos aqui (por não ter conexão com o tema a tratar e porque, mais do que modalidades, se tratam de verdadeiras *categorias de ações*) da distinção entre ações ordinárias e especiais – para mais desenvolvimentos sobre esta distinção, v. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: as Acções Privilegiadas*, Coimbra, Almedina, 1993, pp. 143-146.

<sup>9</sup> V. art. 2.º/1 da nova Lei.

<sup>10</sup> Desde logo, as ações ao portador podem ser escolhidas pelos acionistas atendendo à simplicidade de formalismo inerente à sua transmissão: v., para as ações escriturais ao portador, o disposto no art. 80.º do CVM.

<sup>11</sup> Art. 10.º/2 da Diretiva (destacado nosso).

<sup>12</sup> Recomendação 24 (p. 22) do documento citado no final da n. 5 (destacado nosso).

intermediário financeiro ou, ainda, a imposição aos acionistas titulares de ações ao portador de obrigações de comunicação à sociedade da aquisição de participações de controlo<sup>13</sup>. Ou seja: a proibição de emissão de ações ao portador *não constitui uma medida estritamente necessária* à prossecução dos objetivos de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo<sup>14</sup>.

Para além disso, e mesmo aceitando que a proibição de emissão de ações ao portador pudesse, efetivamente, constituir uma necessidade para a prossecução dos objetivos acima mencionados – atendendo à opacidade inerente à impossibilidade de identificação do seu titular a cada momento –, é importante distinguir entre os regimes até agora existentes relativamente às espécies de ações ao portador. É um facto que as *ações tituladas ao portador* não permitem conhecer a identidade do seu titular a cada momento. Tal identidade será conhecida, apenas, em certos momentos, nomeadamente quando o acionista pretenda, em sede de assembleia geral, exercer os direitos sociais inerentes às ações por si detidas<sup>15</sup>. Todavia, as *ações escriturais ao portador* estão – *rectius*, estavam, até à entrada em vigor da nova Lei – sujeitas ao registo obrigatório junto de um único intermediário financeiro, quando não estivessem integradas em sistema centralizado (art. 63.º/1, al. a) do CVM, revogado pela nova Lei)<sup>16</sup>. Atendendo a que uma das menções obrigatórias do registo é, precisamente, a identificação do respetivo titular (art. 68.º/1, al. a) do CVM) e que a transmissão destas ações origina lançamentos a débito e a crédito nas contas do cedente e do adquirente, respetivamente (art. 71.º/1 do CVM), é forçoso concluir que, afinal, nas ações escriturais ao portador é possível conhecer, a cada momento, a identidade do respetivo titular.

<sup>13</sup> V. a Nota Interpretativa da Recomendação 24 (no documento citado no final da n. 5), pp. 89-90.

<sup>14</sup> O *Code de Commerce* francês, por exemplo, mantém a permissão de emissão de ações ao portador; exige, no entanto, que todos os títulos sejam inscritos em conta aberta em nome do respetivo titular (art. L228-1, § 6.º), determinando ainda que os estatutos da sociedade devem prever que o emitente tenha o direito de solicitar, a todo o momento ao depositário central que assegura o registo em conta dos títulos, um conjunto detalhado de elementos de identificação dos respetivos titulares, para permitir a sua identificação (art. L228-2, I).

<sup>15</sup> Caso em que terá de provar a sua qualidade de acionista, o que exigirá, em princípio e para as ações tituladas ao portador não admitidas à negociação em mercado regulamentado, a apresentação do certificado de registo das ações mencionado no art. 78.º do CVM (por força do estabelecido no art. 83.º do mesmo Código).

<sup>16</sup> Estão necessariamente integradas em sistema centralizado as ações escriturais, ao portador ou nominativas, admitidas à negociação em mercado regulamentado (art. 62.º do CVM).

A diferente intensidade do risco de utilização ilícita das ações ao portador existente nas diversas modalidades acabadas de analisar resulta clara da própria exposição de motivos do Projeto de Lei apresentado à Assembleia da República<sup>17</sup>. Não obstante, pugnou-se pela proibição em bloco de emissão de ações ao portador (quer nominativas, quer escriturais), o que veio a ficar consagrado na nova Lei. Assim sendo, parece-nos evidente que a opção do legislador português teve subjacente uma *motivação política*, que claramente se sobreponha à ponderação dos impactos da proibição nas sociedades emitentes de ações ao portador.

A nova Lei proíbe, como se referiu, a emissão de ações ao portador a partir da data da sua entrada em vigor. Para as ações ao portador existentes a essa data, a nova Lei estabelece aquilo que designamos por *período de conversão*, ou seja, um período de seis meses (igualmente contados da data da sua entrada em vigor) para a conversão destas ações em nominativas (art. 2.º/2)<sup>18</sup>.

Para a concretização do processo de conversão, o Governo deveria ter publicado, nos 120 dias seguintes a 04 de maio de 2017 – ou seja, até ao passado dia 01 de setembro – a regulamentação respetiva (art. 3.º da nova Lei). Deveria, porque, na verdade, não o fez. A regulamentação do processo de conversão dos valores mobiliários ao portador em valores mobiliários nominativos, que constitui a execução do processo de conversão estabelecido na nova Lei, apenas se tornou possível desde o passado dia 26 de setembro de 2017, em virtude da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 123/2017, de 25 de setembro<sup>19</sup>. O “atraso” na regulamentação da nova Lei, para além de tudo o que permite concluir no plano do cumprimento pelo Estado dos prazos que lhe são (auto)cometidos, implica que as enti-

<sup>17</sup> E referido supra, na n. 3.

<sup>18</sup> Preferimos designar este período por «período de conversão» e não por «período transitório» (opção escolhida pelo legislador no DL n.º 123/2017, que adiante abordaremos – art. 2.º/1); na verdade, transitório é o *regime* previsto para as ações ao portador existentes na ordem jurídica durante os seis meses seguintes à entrada em vigor da nova Lei, *não o período de tempo legalmente estabelecido para a conclusão do processo de conversão*.

<sup>19</sup> Da informação pública consultada, o DL n.º 123/2017 foi aprovado em Conselho de Ministros no dia 07 de setembro de 2017 (v. o ponto 5 do Comunicado do Conselho de Ministros desse dia, consultável em <http://www.portugal.gov.pt/pt/o-governo/cm/comunicados/20170907-com-cm.aspx>), tendo sido promulgado, apesar da existência de reservas, pelo Presidente da República a 19 de setembro de 2017 (v. o texto da notícia publicada no sítio da Presidência da República, acessível em <http://www.presidencia.pt/?idc=10&idi=135269>) e publicado na 1.ª Série do DR n.º 185, de 25 de setembro, entrando em vigor no dia seguinte (art. 10.º). O DL n.º 123/2017 será designado adiante, e de forma abreviada, apenas por DL.

dades sujeitas ao processo de conversão exigido pelo art. 2.º/2 da nova Lei dispõem de um prazo curtíssimo para a conclusão do processo de conversão: exatamente 39 dias...<sup>20</sup>.

Findo o período de conversão, determina a nova Lei que a transmissão de ações ao portador (não convertidas, portanto) fica proibida, ficando igualmente suspenso o direito a participar em distribuição de resultados associada a estes valores mobiliários (art. 2.º/2 als. a) e b) da nova Lei). Por seu turno, o DL estabelece que os valores a pagar aos titulares (a título de juros, dividendos ou outros pagamentos suspensos por força da nova Lei) fica depositado junto de uma instituição bancária, em conta aberta em nome da sociedade, sendo entregue aos respetivos beneficiários mediante instruções expressas do emitente e sempre depois de concluída a conversão (art. 7.º/2 do DL). Para além disso, os valores mobiliários ao portador não convertidos apenas poderão ser utilizados como requisito de legitimidade para a «solicitação do registo a favor dos respetivos titulares» (art. 7.º/1 do DL).

A nova Lei concede aos titulares de ações ao portador o período de seis meses para procederem à sua conversão em nominativas. Da consagração legal deste período de conversão decorre que o legislador, estando consciente de que a proibição de emissão de ações ao portador (que agora determina) não tem impacto direto sobre as ações (ao portador) existentes à data da proibição, admite ser necessário o decurso de um período (que estimou adequado em seis meses) para a “eliminação” destas ações da ordem jurídica.

O legislador reconhece, assim, que durante o período de conversão, as ações ao portador *continuam a existir* e podem manter-se até ao final do período, sendo os titulares destas ações, até à conversão das suas ações em nominativas (ou, no limite, até ao termo do período de conversão, se

<sup>20</sup> A necessidade de fixação de um período de tempo adequado para a conversão dos valores mobiliários ao portador foi particularmente salientada (*ex abundantia*) pela CMVM no parecer remetido à Comissão de Orçamento, Finanças e Modernização Administrativa (COFMA) a 05 de dezembro de 2016, a respeito do «pacote legislativo» no qual se incluiriam os Projetos de Lei que originaram a Lei n.º 15/2017 (consultável em [inter alia, pp. 5 e 12 do parecer da CMVM\).](http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.PDF?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a564454305a4e5153394562324e31625756756447397a5357357059326c6864476c3259554e7662576c7a633246764c7a4e68596a526d4e5759774c54417a4e4467744e4751784d7931685a5459324c5459344d6d5a6c4e6d5a6a595755344d7935515245593d&fich=3ab4f5f0-0348-4d13-ae66-682fe6fcae83.PDF&Inline=true)

não as converterem antes), acionistas no pleno gozo dos direitos sociais inerentes aos valores por si detidos. A conclusão parece lógica.

Só que não. Vejamos.

## 2. A inicial revogação dos artigos 101.º e 104.º/1 do CVM e a sua posterior (e tardia) repriseituração

O art. 6.º da nova Lei revogou o art. 101.º do CVM, que estabelecia a forma de transmissão dos valores mobiliários titulados ao portador<sup>21</sup>. Tal revogação produziu a integralidade dos seus efeitos com a entrada em vigor da nova Lei, ou seja, a 04 de maio de 2017. O mesmo art. 6.º revogou, ainda, o art. 104.º/1 do CVM, que determinava o modo através do qual era comprovada a qualidade de acionista do detentor de ações tituladas ao portador, para efeitos de exercício dos direitos sociais inerentes às ações por si detidas<sup>22-23</sup>.

<sup>21</sup> Era o seguinte o teor do art. 101.º do CVM: «Artigo 101.º/Transmissão de valores mobiliários ao portador/1 – Os valores mobiliários titulados ao portador transmitem-se por entrega do título ao adquirente ou ao depositário por ele indicado./2 – Se os títulos já estiverem depositados junto de depositário indicado pelo adquirente, a transmissão efetua-se por registo na conta deste, com efeitos a partir da data do requerimento do registo./3 – Em caso de transmissão por morte, o registo referido no número anterior é feito com base nos documentos comprovativos do direito à sucessão».

<sup>22</sup> O art. 104.º/1 do CVM, agora também revogado, determinava o seguinte: «1 – O exercício de direitos inerentes aos valores mobiliários titulados ao portador depende da posse do título ou de certificado passado pelo depositário, nos termos do n.º 2 do artigo 78.º».

<sup>23</sup> O mencionado art. 6.º da Lei n.º 15/2017 revogou ainda, entre outras normas, o art. 63.º/1 al. a) do CVM, que determinava que os valores mobiliários escriturais ao portador não integrados em sistema centralizado eram obrigatoriamente registados num único intermediário financeiro. Esta revogação em concreto levanta a questão de saber como se concretiza, durante o período de conversão, o registo individualizado destes valores mobiliários. Não sendo este o tema central do nosso estudo, sempre se dirá que, em nosso entender, mantendo-se em vigor, como se mantém, o art. 61.º do CVM, o registo dos valores mobiliários escriturais ao portador mantém-se como necessário durante o período de conversão, podendo este registo ser concretizado por uma das vias previstas nas als. b) e c) do art. 61.º do CVM, a saber: «conta aberta junto de um único intermediário financeiro indicado pelo emitente» (al. b)) ou «conta aberta junto do emitente ou de intermediário financeiro que o representa» (al. c)). Na verdade, o art. 63.º/1 al. a) do CVM estabelecia a *obrigatoriedade* de registo dos valores mobiliários escriturais ao portador junto de um único intermediário financeiro. Eliminada a obrigatoriedade por força da revogação do mencionado artigo, o emitente deverá manter, até ao termo do período de conversão, o registo destes valores, junto do intermediário financeiro por si indicado ou, em alternativa, junto do próprio emitente.

Subsistindo na ordem jurídica nacional ações ao portador (pelo menos até ao termo do período de conversão) e tendo-se revogado as normas que regulam a forma necessária para a sua transmissão e o requisito de legitimação de que depende o exercício dos direitos sociais dos respetivos titulares, passou a existir um *vazio legal* quanto à regulamentação, durante o período de conversão, destas duas matérias.

Tendo tomado consciência do erro, este veio a ser corrigido, volvidos mais de quatro meses sobre a data da revogação das normas, com a publicação do DL que regulamenta o regime da conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos, nos termos exigidos pelo art. 3.º da nova Lei. O art. 9.º do DL represtina, para vigorar durante o período de conversão (ou seja, para vigorar durante mais de quatro meses já decorridos...), os arts. 101.º e 104.º/1 do CVM. O que dizer?

A iniciativa legislativa da Assembleia da República relativamente à matéria de que nos ocupamos o presente estudo enquadra-se no âmbito da competência legislativa genérica conferida àquele órgão de soberania pelo art. 161.º/al. c) da CRP. Ao abrigo de tal competência, a Assembleia da República legislou, através da Lei n.º 15/2017, sobre a proibição de emissão de ações ao portador, tendo definido as bases gerais do novo regime jurídico dos valores mobiliários na ordem jurídica nacional. Estabelecidas tais bases gerais, a Assembleia entregou ao Governo (por via do comando plasmado no art. 3.º da nova Lei) a tarefa de «regulamentação» da conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos.

Existe na ordem jurídica nacional um princípio de igualdade ou paridade de forma e valor das leis e dos decretos-leis<sup>24</sup>. Por isso, tais diplomas «podem, em princípio, livremente interpretar-se, suspender-se ou revogar-se, entre si ou reciprocamente»<sup>25</sup>. A «cortesia constitucional» e, sobretudo, a certeza jurídica aconselhariam a que o Governo não legislasse sobre matérias apreciadas recentemente pela Assembleia da República<sup>26</sup>. Mais que isso: a estabilidade normativa e a segurança do direito exigiriam – e exigem – que os diplomas emanados pelos órgãos com competência legislativa sejam objeto do cuidado, diligência e atenção necessários à criação de regras jurídicas claras, justas e integradas no sistema normativo. Preva-

<sup>24</sup> Art. 112.º/2 da CRP.

<sup>25</sup> JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *Constituição da República Portuguesa – Anotada – Volume II – Artigos 108.º a 296.º*, 4.ª ed. revista, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, p. 61.

<sup>26</sup> Nesse sentido, v. JORGE MIRANDA, *Manual de Direito Constitucional – Tomo V – Actividade Constitucional do Estado*, 2.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 179.

leceu, afinal, a precipitação, a negligência e a leviandade no tratamento d(e mais) este assunto.

*Il va sans dire* a gravidade das consequências que a revogação *tout court* destas normas teria. Com efeito, considerar que a nova Lei, por via da revogação dos arts. 101.º e 104.º/1 do CVM, impedia “automaticamente” os titulares de ações tituladas ao portador de, durante o período de conversão – e, particularmente, durante o período de mais de quatro meses que mediou entre a entrada em vigor da Lei e a regulamentação do Governo acerca do procedimento de conversão –, de exercer os seus direitos sociais e de transmitir as ações de que são titulares significaria, em nosso entender, aceitar a existência (durante o período de conversão) de dois tipos/grupos de acionistas:

- (i) por um lado, os acionistas titulares de plenos direitos (que se resumiriam aos acionistas titulares de ações nominativas, relativamente às quais a nova Lei não introduziu alterações, nem quanto à possibilidade de transmissão das respetivas ações, nem quanto ao exercício dos respetivos direitos sociais); e
- (ii) por outro lado, no polo oposto, os acionistas titulares de direitos (muito) limitados, que seriam todos os que, sendo titulares de ações ao portador, ficariam impedidos, por inexistência de regime legalmente estabelecido, de as transmitir e de exercer os direitos sociais inerentes às participações sociais detidas.

A lei criaria, assim, uma *discriminação* entre *acionistas*, absolutamente inaceitável<sup>27</sup>. Na verdade, o direito à transmissão das ações e o direito ao exercício dos direitos sociais que lhes são inerentes constituem duas componentes do direito de propriedade privada do acionista sobre as mesmas ações, o qual tem consagração constitucional (art. 62.º da CRP)<sup>28</sup>, reconduzindo-se este direito, «[n]aquilo que representa de espaço de autono-

<sup>27</sup> Lembre-se, aliás, que a qualidade de sócio – e a aquisição do feixe de direitos e obrigações daí decorrentes – não depende, e bem, da existência do título de ação ou da inscrição na conta de registo individualizado (art. 274.º do CSC). A este respeito v., por todos, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Comentário ao Artigo 274.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume V*, IDET Códigos, n.º 5, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 42-45.

<sup>28</sup> JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *Constituição da República Portuguesa – Anotada – Volume I – Artigos 1.º a 107.º*, 4.ª ed. revista, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, p. 800, identificam expressamente as partes sociais como podendo ser objeto do direito de propriedade, ao qual atribuem, na p. 802, quatro componentes: «(a) a liberdade de adquirir bens; (b) a liberdade de usar e fruir dos bens de que se é proprietário; (c) a liberdade de os transmitir; (d) o direito de não ser privado deles» (sublinhado nosso).

mia perante o Estado, [...] a um direito de natureza análoga à dos direitos, liberdades e garantias do título II da parte I»<sup>29</sup>. Isto significa, portanto, que o direito constitucional de propriedade privada é diretamente aplicável nas relações entre os particulares e nas relações destes com o Estado (nos termos do art. 18.º/1 da CRP)<sup>30</sup>.

Analizando especificamente cada uma das componentes do direito constitucional de propriedade privada que agora nos ocupam, a *liberdade de transmitir os bens* deve «ser entendid[a] no sentido de direito de não ser impedido de transmitir [o bem]»<sup>31</sup>, pelo que a revogação operada pela nova Lei não poderia jamais implicar a proibição de transmissão de ações tituladas ao portador, sob pena de se considerar tal proibição como indelevelmente ferida de inconstitucionalidade.

Por outro lado, e agora quanto à *liberdade de uso e fruição* dos bens detidos em regime de propriedade, a CRP admite a existência de limitações ou restrições legais. Não obstante, tais limitações estarão sempre sujeitas ao crivo que decorre da sua conformidade com os princípios constitucionais referentes à restrição de direitos fundamentais (art. 18.º/2 e 3 da CRP)<sup>32</sup>. Neste particular, e como já se demonstrou, a proibição de emissão de ações ao portador não constitui o único meio possível para eliminar a opacidade destes títulos e a sua utilização com finalidades ilícitas; para além disso, e porque a proibição de emissão de ações ao portador exige (e sempre exigiria) a consagração de um período de tempo necessário à sua completa eliminação da ordem jurídica, está bom de ver que uma restrição tão profunda do direito de usar e dispor das ações detidas não cumpriria os critérios de necessidade, adequação e racionalidade exigidos pelo princípio da proporcionalidade para a restrição legítima do direito (constitucional) de propriedade privada<sup>33</sup>.

<sup>29</sup> JORGE MIRANDA, *Manual de Direito Constitucional – Tomo IV – Direitos Fundamentais*, 3.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 526.

<sup>30</sup> Sobre as diversas vertentes da aplicabilidade direta dos direitos, liberdades e garantias, v. JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, ob. cit. (Vol. I), pp. 381-388.

<sup>31</sup> JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, ob. cit. (Vol. I), p. 804, que distinguem entre o direito de não ser impedido de transmitir (em sentido restrito) da liberdade de transmissão em sentido genérico, «a qual pode ser mais ou menos profundamente limitada por via legal, quer quanto à transmissão *inter vivos* [...], quer quanto à transmissão *mortis causa* [...].».

<sup>32</sup> Os denominados «limites imanentes» das restrições aos direitos fundamentais – v. JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, ob. cit. (Vol. I), p. 391.

<sup>33</sup> Sobre cada um dos subprincípios, v. JORGE MIRANDA, ob. cit., p. 207 e JOSÉ JOAQUIM GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, ob. cit. (Vol. I), pp. 392-393.

### 3. A conversão de ações tituladas ao portador em ações tituladas nominativas

O DL determina que o processo de conversão de ações ao portador em ações nominativas tem o seu início com a deliberação de alteração do contrato de sociedade, que deverá, a partir de agora, estabelecer que as ações da sociedade serão necessariamente nominativas, podendo revestir a modalidade de escriturais ou tituladas<sup>34</sup>. Essa deliberação de alteração, que eventualmente incidirá também sobre os demais documentos relativos às condições de emissão de ações, pode ser adotada pelo órgão de administração da sociedade, não sendo necessária a sua aprovação pela AG (art. 2.º/2 do DL)<sup>35-36</sup>.

<sup>34</sup> Nos termos do atual art. 272.º/al. d) do CSC (com a redação que lhe foi dada pela nova Lei), o contrato de sociedade deve referir expressamente «a natureza nominativa das ações» da sociedade.

<sup>35</sup> A alteração do contrato de sociedade pela AG (órgão social detentor da competência para o efeito) obedece aos quóruns constitutivo e deliberativo respetivamente previstos nos arts. 383.º/2 e 386.º/3, ambos do CSC. A possibilidade de esta alteração ao contrato de sociedade ser deliberada pelo órgão de administração é um dos aspetos simplificadores do procedimento, tal como expressamente se assume no preâmbulo do DL.

<sup>36</sup> Suponhamos agora (uma suposição que sabemos real em inúmeros casos) um contrato de sociedade que permite a existência de ações nominativas ou ao portador mas em que, por deliberação da AG, as ações emitidas pela sociedade revestiram todas a natureza de nominativas, nunca tendo, na prática, sido emitidas pela sociedade ações ao portador. Parece claro que a cláusula do contrato de sociedade terá de ser alterada, na medida em que não mais é possível a emissão de ações ao portador. Mas poderá esta alteração ser deliberada, neste caso, pelo órgão de administração? E sendo-o, deverá seguir-se à deliberação todo o procedimento de conversão referido adiante em texto, nomeadamente a publicação do anúncio, ainda que desprovido de qualquer efeito útil, pois que não há qualquer ação ao portador a carecer de conversão? O DL não esclarece. Do nosso ponto de vista, parece que a transferência de competência da deliberação de alteração do contrato para o órgão de administração apenas faz sentido se enquadrada no procedimento global de conversão que o DL regulamenta. No caso em análise, não há qualquer procedimento de conversão a realizar, devendo a alteração ao contrato de sociedade, necessária por força da proibição de emissão de ações ao portador instituída pela nova Lei, ser deliberada pela AG, não sendo necessário qualquer anúncio nem a efetivação de qualquer processo “virtual” de conversão de ações que não necessitam de ser convertidas. Neste caso, o decurso dos prazos (nomeadamente a antecedência da convocatória relativamente à AG) não colocam em causa os direitos dos acionistas, já que não há ações ao portador. A este respeito o Parecer Técnico e/ou Jurídico para divulgação n.º 2/DGATJSR-STJST/2017, do Instituto dos Registos e Notariado, de 10 de outubro de 2017 (consultável em <http://www.oroc.pt/fotos/editor2/Divulgacoes/2017/DGATJSRSTJSR2017CCo162017STJSR.PDF>), admite que o processo de conversão se inicie e se conclua, nestes casos, com o registo de alteração do

Deliberada a alteração do contrato de sociedade, o emitente deve promover a publicação de um anúncio informativo aos acionistas sobre o processo de conversão em curso (art. 3.º/1 do DL)<sup>37</sup>. No que respeita à conversão de ações tituladas ao portador, o anúncio deve mencionar que os títulos representativos das ações devem ser apresentados pelos titulares, pelos possuidores, pelos seus representantes ou pelas entidades depositárias ao emitente (ou a intermediário financeiro por este indicado) até ao dia 31 de outubro de 2017, para efeitos de conversão, a realizar através da atualização dos títulos existentes (por averbamento) ou da sua substituição por novos títulos (art. 3.º/3 do DL)<sup>38-39</sup>.

Publicado o anúncio, a conversão de ações tituladas ao portador concretiza-se, a expensas do emitente, pela substituição dos títulos (e consequente destruição/inutilização dos anteriormente emitidos) ou pela alteração, por averbamento, das menções constantes dos títulos existentes, concretamente quanto à respetiva titularidade (art. 4.º/1 al. b) e 2)<sup>40</sup>.

contrato de sociedade, parecendo admitir que a deliberação possa, ainda aqui, ser tomada pelo órgão de administração (v. pp. 2-3 e 6 do Parecer).

<sup>37</sup> O anúncio explicitará, pelo menos, os factos elencados no art. 3.º/2 do DL, resumindo-se alguns deles a meras reproduções dos preceitos legais, e deve ser publicado no Portal das Publicações do MJ, no sítio da internet da sociedade (quando exista) e, ainda, no Sistema de Difusão de Informação da CMVM, para as sociedades a ele sujeitas (art. 3.º/5).

<sup>38</sup> O art. 3.º/6 do DL estabelece a obrigação de os intermediários financeiros depositários de ações tituladas ao portador informarem os clientes, «em suporte duradouro» (o rigor jurídico da expressão é extraordinário...), da necessidade de os títulos serem apresentados aos emitentes para efeitos de conversão, assim como das consequências legais da não conversão. Assim, parece impender sobre os intermediários financeiros depositários de ações tituladas ao portador o ónus de vigiarem a publicação do anúncio pelo emitente para, em conformidade com o mesmo, procederem à comunicação aos seus clientes imposta por este n.º 6, uma vez que, em rigor, a necessidade de entrega dos títulos pelos titulares de ações ao portador ao emitente apenas surge com o início do processo de conversão por este.

<sup>39</sup> O anúncio visa, naturalmente, levar ao conhecimento dos acionistas o início do processo de conversão, dando publicidade ao mesmo. Sendo assim, será o anúncio necessário quando a sociedade tiver apenas um acionista ou, mesmo tendo vários, todos forem conhecidos do emitente? Poderá, nestes casos, o anúncio ser dispensado e/ou substituído por outra forma de comunicação aos acionistas? Não cremos. De facto, tomando como referência outras publicações, nomeadamente da convocatória para as assembleias gerais (prevista no art. 377.º/2 do CSC), temos que a mesma é obrigatória mesmo nos casos em que a sociedade apenas possui um acionista ou quando, possuindo vários acionistas, todos são conhecidos (salvaguardados os casos em que, nos termos do art. 377.º/3 do CSC, o contrato de sociedade substitua a convocatória por carta registada ou correio eletrónico).

<sup>40</sup> O art. 53.º do CVM, revogado pela nova Lei, determinava, como norma supletiva (aplicável na ausência de disposição legal, estatutária ou resultante de condições de emissão)

Podendo os títulos ser entregues ao emitente até ao dia 31 de outubro, como se disse, e devendo o processo de conversão ficar concluído até ao termo do período de conversão – ou seja, até às 24:00h do dia 03 de novembro de 2017 –, os emitentes têm pois *dois dias úteis* para substituir ou atualizar a totalidade dos títulos representativos de ações tituladas ao portador, devendo, em igual prazo, elaborar (*rectius*, atualizar) o registo de emissão de ações exigido pela Portaria n.º 290/2000, de 25 de maio.

O DL determina, ainda, que os emitentes devem requerer o registo comercial da deliberação de alteração ao contrato de sociedade tomada no início do procedimento<sup>41</sup>. Para a instrução do registo serão, de acordo com o art. 6.º/3 do DL, documentos suficientes a deliberação tomada, a nova redação do contrato de sociedade e os «demais documentos relativos à conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos sujeitos a registo comercial»<sup>42</sup>. Apesar de não estabelecer o momento cronologicamente adequado para a realização do registo comercial, tudo aponta para que este registo ocorra como último ato do processo de conversão, muito embora seja possível, nos termos do que dispõe o art. 6.º/4, realizar o registo em momento anterior ao da conclusão do processo, caso em que do registo constará necessariamente a menção da pendência do processo de conversão<sup>43-44</sup>.

que a conversão de ações se efetuava *por iniciativa e a expensas do titular*.

<sup>41</sup> Art. 6.º/2 do DL.

<sup>42</sup> Não descortinamos quais sejam estes documentos, o que, mais uma vez, denota a falta de cuidado do legislador no rigor da redação do texto legal. De facto, parece absurdo que se pretenda que se junte ao registo comercial o anúncio publicado pelo emitente, na medida em que a conservatória do registo comercial tem acesso ao mesmo e pode consultá-lo. Também não parece crível que se pretenda a junção, ao registo comercial, do suporte de registo de emissão de ações (que não está, nem nunca esteve, sujeito a registo). De igual modo, não pode esta referência a documentos querer significar os títulos antigos, na medida em que, desde logo, eles podem não ser substituídos, mas apenas atualizados, tendo assim de ser restituídos aos acionistas; mesmo quando sejam emitidos novos títulos, devem os antigos ser destruídos (nos termos, aliás, do comando expresso previsto no art. 4.º/2 do DL).

<sup>43</sup> Igual menção deverá, cremos, constar, nos casos em que, depois de findo o período de conversão, se constate que nem todas as ações ao portador foram apresentadas ao emitente para conversão, por omissão dos respetivos acionistas, sem prejuízo das cominações legalmente previstas para os valores mobiliários ao portador não convertidos. Parece-nos que deve ainda constar do registo a referência à pendência do processo de conversão quando, por causa imputável ao emitente, este não se mostre concluído no final do período, o que relevará, designadamente, para efeitos de responsabilidade do órgão de administração por esse atraso. Sobre a referência à pendência do processo de conversão no registo, v. o Parecer do IRN referido na n.º 35, pp. 4-6.

<sup>44</sup> Saúda-se a isenção de emolumentos prevista para os anúncios e os atos de registo pra-

#### 4. O final do período de conversão

No final do período de conversão – ou seja, a partir do dia 04 de novembro de 2017 – a transmissão de ações ao portador fica impedida e o direito à distribuição de resultados dos titulares de ações ao portador considera-se suspenso, nos termos do preceituado no art. 2.º/2 da nova Lei. Estas são as consequências da não conversão de ações ao portador dentro do período de conversão, as quais, pela sua gravidade e pelo impacto que produzem na esfera jurídica dos acionistas retardatários, pretendem funcionar como elemento dissuasor da não conversão destas ações em nominativas.

A proibição de transmissão de ações ao portador (não convertidas) no final do período de conversão encontra, aliás, arrimo na revogação do art. 101.º do CVM, sobre o qual já nos debruçámos. Por seu turno, a suspensão do direito à distribuição de resultados é concretizada pelo depósito das quantias devidas em conta aberta em nome da sociedade, que serão entregues aos respetivos beneficiários mediante instruções expressas do emitente e sempre depois de concluída a conversão (art. 7.º/2 do DL).

Disposição verdadeiramente inovadora – e surpreendente – é a que decorre do art. 7.º/1 do DL, nos termos da qual «[o]s valores mobiliários ao portador não convertidos em nominativos até ao fim do período transitório apenas conferem legitimidade para a solicitação do registo a favor dos respetivos titulares, devendo ainda, no caso de valores mobiliários ao portador titulados, ser apresentados junto do emitente os respetivos títulos para substituição ou alteração das respetivas menções, de modo a que se opere a conversão». Afinal, em que ficamos? As ações ao portador não convertidas no final do período de conversão têm “apenas” o direito de participação nos resultados suspenso (e a sua transmissão impedida) ou são, afinal, ações de tal maneira *diminuídas* que apenas podem ser utilizadas com vista à sua conversão em nominativas, ficando desprovidas de qualquer outro direito social, nomeadamente o direito de voto?

Por muito críticos que sejamos – e somos – do regime da proibição de emissão de ações ao portador criado pelo legislador, entende-se a severidade das consequências da não conversão para os acionistas que, por incúria, por inércia ou de forma deliberada, não pratiquem os atos necessários à conversão das suas ações ao portador em nominativas. De facto, não está fixado em nenhum dos diplomas em análise um prazo derradeiro para a

ticados no âmbito do processo de conversão (art. 8.º do DL); vemos, contudo, com dificuldade a sua compatibilização com o regime da promoção eletrónica de atos de registo comercial instituído pela Portaria n.º 1416-A/2006, de 19 de dezembro; essa dificuldade é, também, salientada pelo Parecer do IRN referido na n. 35 (p. 4).

realização da conversão de valores mobiliários ao portador em nominativos. Assim, importa assegurar que os acionistas são efetivamente persuadidos à conversão das suas ações ao portador em ações nominativas, para que, de facto, as ações ao portador sejam efetivamente abolidas da ordem jurídica nacional<sup>45</sup>. Esta solução vai, ainda, ao encontro da revogação do art. 104.º/1 do CVM o qual, por força da repristinação efetuada pelo DL, se considera apenas revogado no final do período de conversão. Assim, a partir dessa data, os detentores de ações tituladas ao portador deixam de ter norma jurídica que determine como se afere a sua legitimidade para o exercício dos direitos sociais, o que, por si só, também é um elemento de pressão no sentido da conversão dos títulos em nominativos.

Tudo isto faz perfeito sentido quando as ações não se mostrem convertidas, no final do período de conversão, por causa imputável ao acionista. Contudo, a conversão pode não chegar a realizar-se porque o emitente não iniciou, como devia, o procedimento de conversão, ou porque, tendo-o iniciado, não procedeu, em devido tempo, à alteração das menções constantes dos títulos que lhe foram tempestivamente entregues pelos acionistas (nos termos do que dispõe o art. 4.º/1 al. b) do DL). É verdade que o emitente deve promover o processo de conversão dos valores ao portador em nominativos no prazo máximo de seis meses contados da data de entrada em vigor da nova Lei (art. 2.º/1 do DL). Mas também é verdade que o DL não estabelece qualquer cominação para o emitente pelo incumprimento desta obrigação de conversão no tempo legalmente estabelecido<sup>46</sup>. Nestes casos, de inéria da sociedade emitente, fará sentido sujeitar o acionista às consequências estabelecidas na nova Lei e no DL para a não conversão?

Cremos que não e, apesar de tudo, cremos que não foi essa intenção do legislador. As consequências da não conversão de valores mobiliários ao portador em nominativos estão estabelecidas, como se disse, para funcionarem como elementos dissuasores da inéria do acionista quanto à conversão, não da inéria do emitente. Não é razoável que um acionista diligente e pontual no cumprimento dos deveres que sobre si impendem neste processo de conversão – nomeadamente no dever de proceder à entrega dos títulos ao emitente para efeitos da sua conversão em nominativos – seja limitado, diminuído e mesmo privado dos seus direitos sociais

<sup>45</sup> A solução agora encontrada, apesar de grave nas suas consequências, é preferível à que se mostrava contemplada no art. 9.º do Projeto de Lei n.º 205/XIII/1.<sup>a</sup>, que estabelecia a perda a favor do Estado dos valores mobiliários não convertidos em nominativos no derradeiro prazo de um ano contado da data de entrada em vigor do diploma, num claro atentado ao direito constitucional à propriedade privada.

<sup>46</sup> Ao contrário do art. 8.º do Projeto de Lei n.º 205/XIII/1.<sup>a</sup>, que determinava que a violação de alguns dos procedimentos do processo de conversão era passível de contraordenação.

por um facto que não lhe é imputável. Assim, e sem prejuízo da responsabilidade dos membros da administração da sociedade por violação dos seus deveres de cuidado<sup>47</sup>, parece-nos serem de aplicar, ao caso, as regras de direito civil relativas ao atraso no cumprimento das obrigações<sup>48</sup>.

## 5. Síntese conclusiva

O legislador português, por razões políticas, recorreu à *solução mais radical* para a transposição do art. 10.º/2 da Diretiva (UE) 2015/849. Entendendo como necessária a proibição de emissão de ações ao portador, o legislador foi novamente disruptivo, incluindo nesta proibição as ações ao portador escriturais que, como deixámos escrito, não cremos serem especialmente idóneas a uma utilização ilícita, concretamente no que respeita a atividades de branqueamento de capitais ou de financiamento do terrorismo, que este novo regime visa combater.

A Lei n.º 15/2017 demonstra bem a *ponderação de interesses* feita pelo legislador: o prazo curto (curtíssimo) estabelecido para o período de conversão e a revogação dos arts. 101.º e 104.º/1 do CVM (num primeiro momento imediata e, depois, para produzir efeitos no final do período de conversão) são um sinal claro de que o legislador pretende, assim que possível, eliminar as ações ao portador da ordem jurídica nacional<sup>49</sup>. Esta ânsia de produção da integralidade dos efeitos do novo regime agora vigente conduziu, contudo, o legislador à precipitação, à incúria e ao erro.

De facto, tudo aconselhava no sentido do estabelecimento de um *período de conversão mais longo*, que permitisse, desde logo, ao Governo regularizar com calma – e dentro do prazo – sobre o procedimento de conversão a implementar e que concedesse ao tecido empresarial o tempo e os recursos necessários para, com ponderação, sem precipitação e com o cuidado

<sup>47</sup> Previsto no art. 64.º/1 al. a) do CSC.

<sup>48</sup> Nomeadamente o art. 804.º/1 («[a] simples mora constitui o devedor na obrigação de reparar os danos ao credor»), o art. 807.º/1 («[p]elo facto de estar em mora, o devedor torna-se responsável pelo prejuízo que o credor tiver em consequência da perda ou deterioração daquilo que deveria entregar, mesmo que estes factos lhe não sejam imputáveis»), o art. 827.º («[s]e a prestação consistir na entrega de coisa determinada, o credor tem a faculdade de requerer, em execução, que a entrega lhe seja feita») e o art. 829.º-A/1 («[n] as obrigações de prestação de facto infungível, positivo ou negativo, [...], o tribunal deve, a requerimento do credor, condenar o devedor ao pagamento de uma quantia pecuniária por cada dia de atraso no cumprimento [...]»), todos do CC.

<sup>49</sup> Ainda que a proibição de emissão de ações ao portador não seja, como se deixou exposto, um vetor essencial no combate ao terrorismo e ao branqueamento de capitais...

que estes procedimentos exigem, executar o processo de conversão necessário. Porém, a nova Lei estabeleceu um prazo de apenas seis meses (que terminou a 03 de novembro de 2017) para a conversão das ações ao portador em ações nominativas, conversão essa que deveria realizar-se através do procedimento que incumbia ao Governo regulamentar em 120 dias e que, apenas a 25 de setembro de 2017 – a pouco, muito pouco mais de um mês do final do período de conversão determinado pela nova Lei – foi publicado, através do DL n.º 123/2017. As empresas estiveram, por isso, até pouco mais de um mês do fim do prazo que a nova Lei determinou, repita-se, sem saber como proceder para levar a efeito o processo de conversão que obrigatoriamente teriam de implementar, sob pena de os titulares de ações ao portador se verem esbulhados dos seus direitos sociais.

Para além disso, e porque até ao final do período de conversão, continuaram a existir ações ao portador – em particular, ações tituladas ao portador – a revogação dos arts. 101.º e 104.º/1 do CVM imposta pelo art. 6.º da nova Lei revelou-se irrefletida e geradora de insegurança e incerteza jurídica. A lógica e a racionalidade inerentes a alterações legislativas deste género, em que, durante um determinado período, o novo regime e o anterior regime, entretanto abolido, convivem ainda na ordem jurídica, obrigam a que, durante esse mesmo período – que, no caso em apreço, corresponde ao período de conversão – ambos os regimes possam ser inteiramente aplicáveis, sem amputações, sem incertezas, sem engulhos desnecessários. Nada disto aconteceu com a Lei n.º 15/2017, tendo o DL n.º 123/2017, “tarde e a más horas”, emendado a mão e repristinado estas duas normas até ao final do período de conversão.

A nova Lei estabeleceu o prazo máximo de seis meses para a conversão dos valores mobiliários ao portador em nominativos e remeteu para regulamentação do Governo a definição do procedimento “especial” a adotar para a concretização da aludida conversão. Percebe-se naturalmente a necessidade de, perante uma alteração tão substancial na vida das sociedades, se estabelecer um regime específico, simplificado, que permita aos emitentes executar o comando normativo e converter, com o mínimo de recursos e de gastos possível, os valores mobiliários ao portador em nominativos. No entanto, o processo de conversão revela-se lacunoso, incoerente e muito pouco rigoroso, gerando incerteza jurídica em todos quantos, desde os emitentes às conservatórias do registo comercial, o terão de implementar.

Findo período de conversão, as consequências da não conversão de ações ao portador em nominativas são profundas e afetam o âmago dos direitos sociais dos acionistas. Porém, se tais consequências se compreendem para os acionistas retardatários e incumpridores, o mesmo já não

pode dizer-se quando a não conversão – porque colocada nas mãos do emitente – não se concretiza por inércia deste. Lamenta-se, por isso, que o legislador não tenha procurado diferenciar o que, na sua essência, é distinto, atribuindo antes salomonicamente a mesma consequência, sempre penalizadora do acionista, a todos os casos de não conversão.

Por tudo isto, a Lei n.º 15/2017 e o DL n.º 123/2017 constituem, lamentavelmente, mais um exemplo da forma apressada e pouco cautelosa que vai sendo hábito na atividade legislativa nacional. Numa matéria com o impacto da presente, particular prudência era (e é) exigida. Não foi isso que aconteceu.





## NOTÍCIAS



PAULO DE TARSO DOMINGUES\*

## Nótula sobre a Diretiva Codificadora do Direito Societário (Diretiva 2017/1132/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017)

A regulamentação das sociedades comerciais é uma das áreas onde mais se tem feito sentir a intervenção legislativa da União Europeia, o que sem dificuldade se comprehende. Com efeito, sendo objetivo inicial da então Comunidade Económica Europeia a criação de um mercado único, com a eliminação das restrições à liberdade de estabelecimento (vide a redação inicial do artigo 54.º do Tratado de Roma, de 25 de março de 1957, que instituiu a CEE) e sendo as sociedades comerciais, inquestionavelmente, os principais agentes e motores da atividade económica, tal levou a que, desde o começo<sup>1</sup>, se tivesse verificado, a nível europeu, uma abundante produção legislativa em matéria societária.

Esta legislação foi sendo, ao longo dos anos, objeto de sucessivas alterações, o que tinha levado já o legislador europeu a proceder à revogação e substituição de muitos dos mais importantes diplomas iniciais (nomeadamente, mas não só, as estruturantes 1.ª e 2.ª Diretivas) sobre matéria societária, por novos instrumentos legislativos onde precipuamente se visava consolidar num texto oficial a redação vigente daqueles atos normativos<sup>2</sup>.

\* Professor da  
Faculdade de Direito  
da Universidade do  
Porto; Advogado  
(Abreu Advogados)

<sup>1</sup> Importa ter presente que a 1.ª Diretiva sobre Sociedades foi a Diretiva do Conselho n.º 68/151/CEE, de 9 de março de 1968, publicada apenas uma dezena de anos após a instuição da CEE.

<sup>2</sup> Foi o que sucedeu, nomeadamente, com a Primeira Diretiva sobre sociedades (Diretiva do Conselho n.º 68/151/CEE, acima referida) – destinada a coordenar, nas sociedades de capitais, as garantias destinadas à proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, em especial relacionadas com a constituição e invalidade da sociedade e validade das suas

Entendeu agora o legislador europeu, condensar num único texto, a Diretiva 2017/1132/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, de que aqui se dá notícia – e que, à falta de melhor, se poderá designar por Diretiva Codificadora do Direito Societário – diversas matérias que antes se encontravam dispersas em diferentes Diretivas.

Esta Diretiva Codificadora expressamente revoga<sup>3</sup> e procede à substituição dos seguintes seis diplomas:

- a) A (“nova”) 1.ª Diretiva (Diretiva 2009/101/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009), destinada a coordenar, nas sociedades de capitais<sup>4</sup>, as garantias destinadas à proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, em especial relacionadas com a constituição e invalidade da sociedade e validade das suas obrigações;
- b) A (“nova”) 2.ª Diretiva (Diretiva 2012/30/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012), que regulava, nas sociedades anónimas, “a conservação e as modificações do capital social” e que foi, por isso, também designada por Diretiva do Capital;
- c) A (“nova”) 3.ª Diretiva (Diretiva 2011/35/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de abril de 2011), relativa à fusão de sociedades anónimas;
- d) A 6.ª Diretiva (Diretiva 82/891/CEE, do Conselho, de 17 de dezembro de 1982), relativa à cisão das sociedades anónimas;
- e) A 10.ª Diretiva (Diretiva 2005/56/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de outubro de 2005), relativa às fusões transfronteiriças das sociedades de capitais; e
- f) A 11.ª Diretiva (Diretiva do Conselho 89/666/CEE, de 21 de dezembro de 1989), relativa à publicidade das sucursais de sociedades de capitais.

obrigações –, que foi revogada e substituída pela Diretiva 2009/101/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009; e com a Segunda Diretiva sobre sociedades (Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976) – que veio especialmente regular, para as sociedades anónimas, “a conservação e as modificações do capital social” e que foi, por isso, também designada por Diretiva do Capital –, que foi revogada e substituída pela Diretiva 2012/30/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012; e com a Terceira Diretiva sobre sociedades (Diretiva 76/855/CEE, de 9 de outubro de 1978) – sobre a fusão de sociedades anónimas – que foi revogada e substituída Diretiva 2011/35/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de abril de 2011.

<sup>3</sup> Cfr. art. 166.º da Diretiva Codificadora.

<sup>4</sup> Entendendo-se por estas as sociedades anónimas, as sociedades em comandita por ações e as sociedades por quotas.

Apesar de se compreender a finalidade da opção legislativa, que é justificada por “motivos de clareza e lógica”<sup>5</sup>, e reconhecendo-se-lhe a vantagem de concentrar num único texto legal matérias que se encontravam dispersas por vários diplomas, a verdade é que a compreensão e a leitura do regime desta Diretiva Codificadora nem sempre é fácil, tornando-se, por vezes, um pouco labiríntica, uma vez que há matérias nela reguladas que só se aplicam às sociedades anónimas<sup>6</sup> e outras que se aplicam a todas as sociedades de capitais<sup>7</sup>.

Na verdade, nesta Diretiva Codificadora são reguladas diferentes matérias, que nem sempre se aplicam a todos os tipos societários, a saber<sup>8</sup>:

- a) a matéria das garantias destinadas à proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, relativas à constituição da sociedade, bem como à conservação e às modificações do seu capital social [matéria que constava da Segunda Diretiva], que apenas é aplicável às sociedades anónimas;
- b) a matéria das garantias destinadas à proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, relativas à publicidade, à validade das obrigações e à nulidade das sociedades [matéria que constava da Primeira Diretiva], que é aplicável a todas as sociedades de capitais<sup>9</sup>;
- c) a matéria da publicidade das sucursais criadas num Estado-Membro [matéria que constava da Décima Primeira Diretiva], que é aplicável a todas as sociedades de capitais;
- d) a matéria relativa à fusão [que constava da Terceira Diretiva], que apenas é aplicável às sociedades anónimas;
- e) a matéria respeitante às fusões transfronteiriças [matéria que constava da Décima Diretiva], aplicável a todas as sociedades de capitais, e
- f) a matéria relativa à cisão [que constava da Sexta Diretiva], que apenas é aplicável às sociedades anónimas.

<sup>5</sup> Cfr. Considerando 1.º da Diretiva.

<sup>6</sup> Vide o disposto no artigo 2.º, n.ºs 1 e 2, no artigo 44.º, n.ºs 1 e 2, no artigo 45.º, n.º 2, no artigo 87.º, n.ºs 1 e 2, e no artigo 135.º, n.º 1.

<sup>7</sup> Vide o disposto no artigo 7.º, n.º 1, no artigo 13.º, no artigo 29.º, n.º 1, no artigo 36.º, n.º 1, no artigo 67.º, n.º 1, e no artigo 119, n.º 1.º, alínea a).

<sup>8</sup> Cfr. artigo 1.º.

<sup>9</sup> Vide supra nota 4.



## Modesto Carvalhosa (coordenação), Tratado de Direito Empresarial, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2016

Esta nota não traz uma novidade – o Tratado foi publicado há mais de um ano. Nem é, seguramente, uma recensão – embora a obra me tenha chegado há já alguns meses, as cinco mil páginas que o compõem não permitiram leitura bastante para uma apreciação fundada. A nota é uma simples recordatória. Vale a pena lembrar uma obra de grande fôlego coordenada por figura cimeira das letras jurídico-societárias.

O Tratado desdobra-se em sete volumes abarcando matérias do direito empresarial que vão além das delimitadas no Livro II (“Do direito de empresa”) da Parte Especial do novo Código Civil.

O volume I – *Teoria Geral da Empresa* –, escrito por Walfredo Jorge Warde Júnior, oferece uma tal teoria geral, nas palavras do Autor, “a partir da reflexão metadogmática, na medida em que busca responder o que é o direito empresarial, qual o seu âmbito e quais são as suas funções programáticas historicamente estabelecidas no fluxo de ideias que marcaram o pensamento ocidental desde o século XIX” (p. 19).

O volume II, intitulado *Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedades de Pessoas*, trata desenvolvidamente em vinte e dois capítulos – vinte da autoria de Alfredo de Assis Gonçalves Neto, dois de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França – de todas as sociedades (poderá assim dizer-se), com exceção das anónimas: sociedade em comum (não personificada), sociedade em conta de participação (apesar do nome legal, é controvertido ser ou não sociedade), sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, cooperativa (cuja natureza, apesar de a lei lhe chamar sociedade, é também controvertida) e sociedade limitada (homóloga da sociedade por quotas portuguesa). A menção autónoma à Eireli no título deste volume justificar-se-á pelo facto de ser discutida a natureza, societária ou não, da figura. Anote-se ainda que a inclusão das sociedades

limitadas em um volume dedicado às “sociedades de pessoas” não significa que os Autores aceitem esta classificação doutrinária para todas as limitadas.

*Sociedades Anônimas* é o título do volume III. Também com vinte e dois capítulos, todos da (co-)autoria de Modesto Carvalhosa e de Fernando Kuyven, é o mais grosso volume do Tratado (tem 1245 páginas). Largamente tributário dos renomados *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, de Modesto Carvalhosa, ainda assim propõem-se aí os Autores a “repensar de forma crítica o Direito das Companhias”. Com efeito, continuando a citar Carvalhosa e Kuyven (p. 15), a obra “propõe novas reflexões sobre temas como a natureza da sociedade anônima, a responsabilidade objetiva da companhia, notadamente perante investidores de mercado, a responsabilidade dos administradores, o regime de invalidades dos atos societários e os grupos de sociedades, entre outros”.

Aos *Contratos Mercantis* (ou contratos empresariais, concebidos como “aqueles celebrados entre sociedades empresárias ou pessoas físicas que exercem atividades empresariais”) é dedicado o volume IV. Contém dez capítulos: I – Agência ou representação comercial (por Fernando Kuyven); II – A compra e venda mercantil (Otavio Luiz Rodrigues Junior); III – Contrato de distribuição (Véra Jacob de Fradera); IV – Arrendamento mercantil (Ivo Waisberg); V – Franquia (Ivo Waisberg); VI – *Factoring* (Ivo Waisberg); VII – Reflexões a respeito do contrato de seguro (Ilan Goldberg); VIII – Propriedade intelectual e contratos intelectuais (Claudio Roberto Barbosa); IX – O contrato *built to suit* (Rodrigo Xavier Leonardo); X – Os contratos coligados, os contratos conexos e as redes contratuais (Rodrigo Xavier Leonardo).

Ao volume V, intitulado *Recuperação Empresarial e Falência*, cabe a apresentação crítica do direito das empresas em crise, dos procedimentos de recuperação e de liquidação das empresas. Integra vinte e seis capítulos, treze da autoria de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi, doze de Manoel Justino Bezerra Filho, e um de Manoel de Queiroz Pereira Calças.

*Mercado de Capitais* é o título do volume VI, todo ele escrito por Norma Jonssen Parente. Contém nove capítulos: I – Fundamentos e princípios do mercado de capitais; II – A Comissão de Valores Mobiliários; III – Valores mobiliários; IV – Participantes do mercado [investidores, emissores, intermediários, etc.]; V – Registro de emissor e de distribuição; VI – Oferta pública de aquisição de ações; VII – A importância dos padrões contábeis para o mercado de capitais; VIII – Ilícitos no mercado de capitais [deveres e responsabilidade dos membros dos órgãos sociais, etc.]; IX – Consequências dos ilícitos no mercado de capitais.

Finalmente, o volume VII – *Direito Concorrencial* –, da (co-)autoria de José Inácio Gonzaga Franceschini e Vicente Bagnoli, embrenha-se extensamente (em mais de mil páginas) no direito de defesa da concorrência. São estes os capítulos: I – Conceitos fundamentais; II – Evolução histórica do direito da concorrência; III – Teoria geral do direito no direito da concorrência – breves apontamentos; IV – Sistema brasileiro de defesa da concorrência – SBDC; V – Condutas anticoncorrenciais; VI – Processos administrativos; VII – Sanções.

Importa, pois, visitar o *Tratado de Direito Empresarial*, cuja publicação se saúda vivamente também deste lado do Atlântico.

*J.M. Coutinho de Abreu*



## 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



## CUPÃO DE ASSINATURA

|             |  |
|-------------|--|
| NOME        | <input data-bbox="248 464 1099 495" type="text"/>  |
|             | <input data-bbox="248 495 1099 526" type="text"/>  |
|             | <input data-bbox="248 526 1099 557" type="text"/>  |
| MORADA      | <input data-bbox="248 582 1099 613" type="text"/>  |
|             | <input data-bbox="248 613 1099 644" type="text"/>  |
| CÓD. POSTAL | <input data-bbox="248 644 502 677" type="text"/> - <input data-bbox="502 644 635 677" type="text"/> LOCALIDADE <input data-bbox="635 644 1099 677" type="text"/> |
| TELEFONE    | <input data-bbox="248 695 538 726" type="text"/> N.º CONTRIBUINTE <input data-bbox="538 695 1035 726" type="text"/>  |
| PROFISSÃO   | <input data-bbox="248 750 1099 782" type="text"/>  |
| EMAIL       | <input data-bbox="248 806 1099 834" type="text"/>  |

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

0

\_\_\_\_\_  
ASSINATURA

DATA  -  -

ESTE CUPÃO DEVERÁ SER ENVIADO PARA  
ASSINATURA DA REVISTA DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA – JOAQUIM MACHADO, S.A.,  
Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para [assinaturas@almedina.net](mailto:assinaturas@almedina.net).

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS  
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: [editora@almedina.net](mailto: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

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/SERVIÇOS | VALOR | REGULARIDADE <sup>17</sup> | 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 do 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 [ddd@almedinanet.net](mailto:ddd@almedinanet.net).
  - Qualquer alteração que pretenda efetuar a esta autorização basta-rá 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 ESCRIARECIMENTOS ADICIONAIS

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS  
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: sdd@almedina.net

