

# DIREITO DAS SOCIEDADES

## *em Revista*

---

### DOUTRINA

Esquemas de transferência de valor

*Reinhard Bork*

*Catarina Serra*

O Artigo 21.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários – subsídios para a sua interpretação

*José Engrácia Antunes*

A reforma dos administradores societários e a relação de administração – notas (breves) a propósito do regime do art. 402.º do Código das Sociedades Comerciais

*Filipe Cassiano dos Santos*

Ativismo acionista, investidores institucionais e sistema da data de registo – algumas reflexões  
*Alexandre de Soveral Martins*

O (re) surgimento do dever de lealdade no direito alemão da sociedade por ações  
*Augusto Teixeira Garcia*

A identificação dos acionistas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II  
*Maria João Dias*

Os negócios celebrados entre a sociedade e os sócios controladores – em particular, o regime introduzido pela Diretiva (UE) 2017/828  
*Mariana Leite da Silva*

Amortização de ações  
*Jessica Rodrigues Ferreira*

Os *Family Offices* como estrutura de Governação Familiar: contributos para um esboço da figura  
*Inês Neves*

Declarações e garantias na transmissão de empresas  
*Gonçalo Simões de Almeida*

Dos mecanismos voluntários de tutela do adquirente em contratos de compra e venda de empresa – em especial: a *Due Diligence* e as *Representations & Warranties*  
*Rita Carrilho da Cunha*

### RECENSÕES

Processos pré-insolvenciais: que modelo?  
*Catarina Serra*



# ÍNDICE

- 5 Abreviaturas

## DOUTRINA

- 13 Esquemas de transferência de valor

*Reinhard Bork*

*Catarina Serra*

- 39 O Artigo 21.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários – subsídios para a sua interpretação

*José Engrácia Antunes*

- 60 A reforma dos administradores societários e a relação de administração – notas (breves)

a propósito do regime do art. 402.º do Código das Sociedades Comerciais

*Filipe Cassiano dos Santos*

- 79 Ativismo acionista, investidores institucionais e sistema da data de registo

– algumas reflexões

*Alexandre de Soveral Martins*

- 99 O (re) surgimento do dever de lealdade no direito alemão da sociedade por acções

*Augusto Teixeira Garcia*

- 125 A identificação dos acionistas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II

*Maria João Dias*

- 151 Os negócios celebrados entre a sociedade e os sócios controladores – em particular, o regime introduzido pela Diretiva (UE) 2017/828

*Mariana Leite da Silva*

- 181 Amortização de ações

*Jessica Rodrigues Ferreira*

- 209 Os *Family Offices* como estrutura de Governação Familiar: contributos para um esboço da figura

*Inês Neves*

- 243 Declarações e garantias na transmissão de empresas

*Gonçalo Simões de Almeida*

- 273 Dos mecanismos voluntários de tutela do adquirente em contratos de compra e venda de empresa – em especial: a *Due Diligence e as Representations & Warranties*

*Rita Carrilho da Cunha*

## RECENSÕES

- 307 Processos pré-insolvenciais: que modelo?

*Catarina Serra*



## ABREVIATURAS

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

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

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

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

RLJ	Revista de Legislação e Jurisprudência
RNPC	Registo Nacional de Pessoas Colectivas
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ROC	Revisor Oficial de Contas
RS	Rivista delle Società
s./ss.	seguinte/seguintes
SA	Sociedade(s) Anónima(s)
SARL	Sociedade de Responsabilidade Limitada (França)
SQ	Sociedade(s) por Quotas
SCE	Sociedade(s) Cooperativa(s) Europeia(s)
SE	Sociedade(s) Europeia(s)
SENC	Sociedade em nome coletivo
SGPS	Sociedade(s) Gestora(s) de Participações Sociais
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
SPE	Sociedade(s) Privada(s) Europeia(s)
SRL	Sociedade de Responsabilidade Limitada (Itália)
SROC	Sociedade(s) de Revisores Oficiais de Contas
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
tb.	também
TCE	Tratado da Comunidade Europeia
TFUE	Tratado sobre o funcionamento da União Europeia
Themis	Themis – Revista da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa
TJCE	Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
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:** Os esquemas de transferência de valor são estratégias usados pelos sócios para, através da aquisição do controlo sobre uma empresa em situação difícil, se apoderarem dos seus bens. As soluções mais frequentes são a impugnação destes actos, sobretudo através da aplicação das regras sobre transmissões sem contraprestação e actos fraudulentos compreendidas no Direito da insolvência. Além disso, podem convocar-se institutos do Direito de sociedades e do Direito civil. O presente artigo apresenta os resultados de uma análise comparada dos regimes aplicáveis aos esquemas de transferência de valor nos principais ordenamentos da União Europeia.

**Palavras-chave:** Esquemas de transferência de valor; sócios; impugnação; preferências; transmissões sem contraprestação; actos fraudulentos; suprimentos; pessoas especialmente relacionadas.

**ABSTRACT:** Value extraction schemes are schemes used by shareholders who buy a company in financial distress in order to strip it of its assets. Remedies can be found in transactions avoidance law, particularly through rules on transactions at an undervalue and on intentionally fraudulent transactions. Alongside insolvency law, instruments of company law and general civil law can be activated. The present article introduces the results of a comparative analysis of the rules from various jurisdictions in the European Union regarding the reversal of value extraction schemes.

**Keywords:** Value extraction schemes; shareholders; transaction avoidance; preferences; transactions at an undervalue; intentionally fraudulent transactions; shareholder loans; closely connected parties.

REINHARD BORK\*

CATARINA SERRA \*\*

## Esquemas de transferência de valor

*Value extraction schemes*

### I. Introdução

É frequente um investidor adquirir uma empresa em situação difícil através de um *share deal* (aquisição de participações sociais) e, enquanto simula uma tentativa de reestruturação, transferir para si todo o valor da empresa, deixando-a, em última análise, em situação de insolvência. Quando isto acontece, a liquidação patrimonial é praticamente inevitável, não recebendo, a final, os credores mais do que uma pequena parte daquilo a que têm direito ou não recebendo mesmo nada.

\* Titular da Cátedra de Direito civil e de Direito Processual civil geral da Universidade de Hamburgo (Alemanha), Professor de Direito da insolvência internacional na Radboud Universiteit Nijmegen (Países Baixos).

\*\* Doutora em Direito pela Universidade de Coimbra e Agregada em Ciências Jurídicas Privatísticas pela Universidade do Minho, em exercício de funções como Juíza Conselheira do Supremo Tribunal de Justiça desde 2018.

A expressão “esquemas de transferência de valor”, correspondente à expressão inglesa “*value extraction schemes*”, visa, precisamente, designar estes estratagemas – os estratagemas usados por certos sócios que adquirem o controlo sobre uma empresa em situação difícil com a intenção de se apoderar dos seus bens.

Os esquemas de transferência de valor assumem diversas formas: os sócios (ou outras pessoas especialmente relacionadas com o devedor) são contratados como administradores e recebem uma remuneração mais elevada do que é usual; a sociedade paga uma comissão aos sócios pela prática de actos de administração sendo certo que eles não são administradores de direito; os sócios concedem empréstimos de curto prazo à sociedade com uma taxa de juro mais elevada do que é usual e o reembolso é feito imediatamente antes da apresentação da sociedade à insolvência ou do início do processo de insolvência da sociedade; convencionam-se garantias sobre os bens sociais a favor dos sócios; os sócios adquirem os bens sociais por preços inusitadamente baixos e alugam-nos novamente à sociedade por preços ostensivamente elevados; *etc.*

Uma vez declarada a insolvência da sociedade, caberá ao administrador da insolvência reverter o esquema de transferência de valor (se necessário, através de uma ação judicial) e retirar aos sócios as vantagens indevidas, seja com recurso ao regime da resolução/impugnação compreendido no Direito da insolvência, seja com recurso às regras do Direito das sociedades ou do Direito civil.

O tema dos esquemas de transferência de valor é objecto de intensa discussão em diversos Estados-membros da União Europeia e, em especial, no Reino Unido.

Em 20 de Março de 2018, o Governo britânico lançou uma consulta sobre Insolvência e *Corporate Governance*<sup>1</sup> que, entre outras coisas, tinha por objecto os esquemas de transferência de valor. Descreve-se, na consulta (p. 15), o seguinte exemplo:

*Uma empresa em situação difícil é adquirida por um novo investidor. Este injecta nela 20 mil libras a título de empréstimo para capital de giro. A empresa paga juros a uma taxa mais elevada do que a taxa legal e o empréstimo é garantido pelos bens da empresa. Acresce que a empresa paga uma comissão pela prática de actos de administração pelo investidor. Posteriormente, a empresa é declarada insolvente. Até*

<sup>1</sup> Disponível em [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/691857/Condoc\\_-\\_Insolvency\\_and\\_Corporate\\_Governance\\_FINAL\\_.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/691857/Condoc_-_Insolvency_and_Corporate_Governance_FINAL_.pdf) (acedido por último em 10 de Dezembro de 2019), pp. 13 e s.

ai, o investidor beneficiou do pagamento dos juros do empréstimo e daquela comissão e, depois da declaração de insolvência, beneficiará das garantias reais que oneram o património da empresa (...).

Algum tempo depois, em 26 de Agosto de 2018, o Governo britânico publicou a resposta à consulta<sup>2</sup> e anunciou a sua intenção de abordar o problema das operações fraudulentas que conduzem à insolvência (pp. 36 e s.), não obstante sem apresentar propostas concretas. Muitos dos participantes na consulta manifestaram o receio de que os poderes actuais do administrador da insolvência (ou dos tribunais) no quadro da lei inglesa não fossem suficientes para reverter estas operações.

Variam, porém, as soluções aplicáveis em cada um dos ordenamentos. Elas passam, em regra, pela previsão de um regime de resolução/impugnação de certos actos (*transaction avoidance law*), composto, designadamente, de regras sobre transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente (*transactions at an undervalue*) e sobre actos fraudulentos (*intentionally fraudulent transactions*). Simultaneamente, em determinados ordenamentos, podem ser convocados institutos do Direito de sociedades, como, por exemplo, a responsabilidade dos sócios (*shareholders' liability*) ou a protecção do capital social (*share capital protection*); noutras, são aplicados instrumentos gerais do Direito civil, em especial do Direito da responsabilidade civil.

De uma forma geral, todos os Estados-membros dispõem de mecanismos dirigidos ao tratamento dos esquemas de transferência de valor. Nalguns, existem até estudos sobre o tema<sup>3</sup>. Falta, porém, uma análise comparativa, que envolva, pelo menos, os Estados-membros.

Para preencher tal lacuna, um grupo de trabalho da CERIL (*Conference on European Restructuring and Insolvency Law*<sup>4</sup>) iniciou um projecto de investigação denominado “*Harmonisation of Transaction Avoidance*”, tendo por objectivo coligir informação sobre as regras aplicáveis aos esquemas

<sup>2</sup> Disponível em [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/736163/ICG\\_-\\_Government\\_response\\_doc\\_-\\_24\\_Aug\\_clean\\_version\\_\\_with\\_Minister\\_s\\_photo\\_and\\_signature\\_\\_AC.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/736163/ICG_-_Government_response_doc_-_24_Aug_clean_version__with_Minister_s_photo_and_signature__AC.pdf) (acedido por último em 10 de Dezembro de 2019).

<sup>3</sup> Cfr., na Alemanha, REINHARD BORK, “*Reversal of Value Extraction Schemes: The German Perspective*”, in: *International Corporate Rescue*, 2019, 16, pp. 153-158.

<sup>4</sup> A CERIL é uma organização independente, não lucrativa, auto-sustentada, cujos membros são pessoas interessadas na promoção do Direito da reestruturação e da insolvência na Europa, na União Europeia e nos respectivos Estados-membros. Para mais pormenores cfr. <http://www.ceril.eu/>.

de transferência de valor contidas no Direito da insolvência<sup>5</sup> (com especial atenção aos processos de tipo liquidatório<sup>6</sup>), no Direito das sociedades e no Direito civil (em particular, no Direito dos contratos e no Direito da responsabilidade civil) dos Estados-membros<sup>7</sup>.

Com base num questionário disponibilizado aos membros, foi possível reunir relatórios de catorze ordenamentos jurídicos<sup>8</sup>. O presente texto apresenta os resultados atingidos e reflecte o relatório final, publicado pela CERIL em 24 de Outubro de 2019<sup>9</sup>.

## II. Considerações gerais

Os esquemas de transferência de valor são um fenómeno conhecido, não obstante em graus diferentes, na maioria dos ordenamentos jurídicos cobertos pela pesquisa. Neste relatório, eles são considerados em primeira linha – mas não exclusivamente – no contexto do processo de insolvência,

<sup>5</sup> Na Inglaterra reserva-se o termo "*insolvency*" para designar a insolvência das sociedades (*corporate insolvency*), que assim se distingue da insolvência dos particulares (*personal bankruptcy*). A terminologia usada neste estudo é inspirada em tal distinção, restringindo-se o termo "insolvência" às sociedades.

<sup>6</sup> Os esquemas de transferência de valor deixam a empresa sem património ou com um património destituído de valor real. Nesta hipótese, os processos de reestruturação – incluídos aqueles em que o devedor se mantém à frente da empresa – não são uma solução provável, pelo que foram excluídos da presente investigação. Acresce que os processos de reestruturação são, muitas vezes, mal sucedidos e têm efeitos erosivos sobre o património da empresa, podendo a empresa acabar com menos valor do que o que tinha de início.

<sup>7</sup> Foi excluído desta investigação o Direito penal.

<sup>8</sup> O grupo de membros foi dirigido por Reinhard Bork (Alemanha) e Catarina Serra (Portugal). Os membros do grupo são Reinhard Dammann (France), Miodrag Dordevic (Eslovénia), Artur Galea Salomone (Malta), Jasnica Garašić (Croácia), Tuomas Hupli (Finalândia), Ivan Ikrényi (Eslováquia), Renato Mangano (Itália), Grégory Minne (Luxemburgo), Anders Ørgaard (Dinamarca), Annina H. Persson and Göran Millqvist (Suécia), Tomáš Richter (República Checa), Ignacio Sancho (Espanha), Jean Luc Vallens (França), Melissa Vanmeenen (Bélgica), Rolef de Weijns (Países Baixos), Oleg Zaitsev (Rússia) e Kristin van Zwieten (Reino Unido). As contribuições vieram de treze grupos de membros, nomeadamente Reinhard Bork (Alemanha, também relator quanto a Inglaterra e País de Gales), Miodrag Dordevic (Eslovénia), Jasnica Garašić (Croácia), Tuomas Hupli (Finlândia), Ivan Ikrényi (Eslováquia), Renato Mangano (Itália), Anders Ørgaard (Dinamarca), Annina H. Persson e Göran Millqvist (Suécia), Tomáš Richter (República Checa), Ignacio Sancho (Espanha), Catarina Serra (Portugal), Jean Luc Vallens (França) e Rolef de Weijns (Países Baixos). O relatório final (em inglês) é da autoria de Reinhard Bork, correspondendo o presente texto a uma sua adaptação efectuada por Catarina Serra.

<sup>9</sup> Disponível em <http://www.ceril.eu/uploads/files/ceril-report-2019-2-on-reversal-of-value-extraction-schemes.pdf> (acedido por último em 10 de Dezembro de 2019).

quando o património é insuficiente até para cobrir as despesas do processo e as outras dívidas da massa.

Apesar de serem objecto de resolução/impugnação através do Direito da insolvência ou do Direito das sociedades em quase todos os países, os esquemas de transferência de valor não foram, até agora, uma tema central nalguns deles (Croácia, República Checa, Inglaterra e País de Gales, Finlândia, Itália, Países Baixos, Portugal, Eslováquia, Eslovénia). Noutros, porém, foram de imediato considerados um problema grave, tornando-se objecto de atenção na jurisprudência e dando aso a iniciativas legislativas (Dinamarca, França, Alemanha, Espanha, Suécia).

Seja como for, existe um alargado consenso quanto à necessidade de combater estas práticas, embora sem perder de vista que regras demasiado rígidas podem desincentivar os genuínos investidores.

Como se verá, as soluções encontram-se no Direito da insolvência, em particular no regime da resolução/impugnação (III.), no Direito das sociedades (IV.) e no Direito civil (V.).

### **III. Regime da resolução/impugnação de certos actos/*Transaction avoidance law***

Começando pelo regime da resolução/impugnação de certos actos, verifica-se que os esquemas de transferência de valor podem ser atacados enquanto preferências (1.), enquanto transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente (2.) e, por fim, enquanto actos fraudulentos (3.).

A maioria das regras não comprehende só requisitos objectivos (como o carácter prejudicial à generalidade dos credores ou a realização do acto em "período suspeito") mas também requisitos subjectivos (elementos intelectuais e volitivos, como o dolo, a má fé ou a negligéncia). Estes grupos de requisitos serão discutidos adiante.

Dar-se-á ainda atenção às regras sobre suprimentos e empréstimos dos sócios (4.) e às normas específicas sobre pessoas especialmente relacionadas com o devedor, que muitos ordenamentos contêm (5.).

#### **1. Preferências/*Preferences***

Em quase todos os ordenamentos – excepto nos Países Baixos<sup>10</sup> – os pagamentos (excessivos ou não) são, em certas circunstâncias, susceptíveis de ser impugnados com base nas regras sobre preferências<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> A lei holandesa não tem regras especiais sobre preferências nem sobre transmissões sem

As preferências são, *grosso modo*, actos favoráveis ao credor ou sem os quais este credor estaria em posição mais desfavorável.

Algumas leis restringem a reversão de preferências às operações indevidas ou não usuais (Dinamarca e Finlândia). Outras leis, designadamente as leis da Croácia, da Alemanha, da Itália e – não obstante sem adoptar a expressão – da França, de Portugal<sup>12</sup> e da Suécia<sup>13</sup>, distinguem entre “pagamentos conformes” (pagamentos feitos nos termos de um acordo) e “pagamentos não conformes” (pagamentos de obrigações não vencidas ou que por outra razão não respeitam o acordo celebrado entre o credor e a sociedade) e permitem a resolução/impugnação destes últimos em todas as situações ou em certas condições. Esta não é uma distinção familiar à maioria dos ordenamentos. De qualquer modo, em todos eles, as operações realizadas na iminência da insolvência estão, em princípio, sujeitas a resolução/impugnação. Evidentemente, numa análise de pormenor, descobrem-se diferenças assinaláveis.

Em primeiro lugar, sendo o requisito geral do regime da resolução/impugnação o carácter prejudicial à generalidade dos credores, exige-se, nalguns ordenamentos, como requisito adicional, que o devedor esteja insolvente à data da prática do acto ou fique insolvente por força da prá-

contraprestação ou com contraprestação não equivalente. Em contrapartida, tem duas regras sobre actos jurídicos voluntários e devidos que são concretizações da impugnação pauliana. O regime de resolução/impugnação holandês será discutido *infra* (III.3).

<sup>11</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a reversão de preferências cfr. o Relatório da CERIL “Clash of Principles: Equal Treatment of Creditors vs. Protection of Trust in European Transactions avoidance Laws” de 26 de Setembro de 2017 (disponível em <http://www.ceril.eu/publications/statement-2017-1/> (acedido por ultimo em 10 de Dezembro de 2019).

<sup>12</sup> Em Portugal, a constituição de garantias reais relativas a obrigações preexistentes ou de outras que as substituam nos seis meses anteriores à data do início do processo de insolvência e as garantias reais constituídas em simultâneo com a criação das obrigações garantidas nos sessenta dias anteriores à data do início do processo de insolvência são susceptíveis de resolução (resolução incondicional) como preferências [cfr. art. 120.º, n.º 1, als. *c* e *e*], do CIRE]. Os restantes actos jurídicos, em particular os pagamentos, são susceptíveis de resolução (resolução incondicional) mas como transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente ou como actos fraudulentos. As excepções são os pagamentos respeitantes a obrigações cujo vencimento seja posterior à data do início do processo de insolvência ou efectuados em termos não usuais ou que o credor não pudesse exigir. Nestes casos, eles são considerados “pagamentos não conformes” no sentido definido acima e são susceptíveis de resolução (resolução incondicional), como preferências [cfr. art. 120.º, n.º 1, als. *f* e *g*], do CIRE].

<sup>13</sup> Cfr. ainda, no que toca à Espanha, o artigo 1292.º do Código Civil: “Os pagamentos realizados em situação de insolvência respeitantes a obrigações que o devedor não estava obrigado a realizar nessa data estão sujeitos a resolução”.

tica deste acto<sup>14</sup>, sendo a insolvência definida, em regra, como a impossibilidade de cumprir obrigações vencidas (Croácia, República Checa, Dinamarca, Inglaterra e País de Gales, Finlândia, França, Alemanha, Portugal, Itália, Eslováquia, Eslovénia, Suécia). Em Espanha, porém, a insolvência do devedor é irrelevante; em alternativa, fixa-se um período suspeito anterior à dissolução da sociedade ou ao início do processo de insolvência<sup>15</sup>, que funciona como uma presunção absoluta (implícita) de insolvência do devedor.

Em segundo lugar, quase todos os países envolvidos neste estudo prevêem um *período suspeito* nas suas leis de insolvência<sup>16</sup>. Também aqui, porém, variam muito, os pormenores. Desde logo, são diferentes as datas de referência relevantes para a contagem do período em causa, que é sempre um prazo regressivo: na maioria dos países, a data relevante não é a abertura do processo de insolvência (*a contrario*, Itália<sup>17</sup> e Espanha<sup>18</sup>) mas o requerimento de abertura deste processo<sup>19</sup> (Croácia, República Checa, Dinamarca, Inglaterra e País de Gales, Alemanha, Polónia, Portugal<sup>20</sup>, Eslovénia e Suécia), o que inclui o período entre o requerimento e a abertura do processo. Depois, em todos os países excepto em Espanha (em que o período suspeito tem uma duração fixa, de um ou dois anos), a duração do período suspeito varia consoante os fundamentos da resolução/impugnação. No que toca às preferências, ele pode ser de três meses (Croácia, Dinamarca, Finlândia, Alemanha e Suécia), de seis meses (Inglaterra

<sup>14</sup> Quer dizer: o acto origina a insolvência.

<sup>15</sup> Cfr. o parágrafo seguinte.

<sup>16</sup> Considerações gerais sobre os prazos pode ser encontradas em GERARD McCORMACK/ANDREW KEAY/SARAH BROWN, *European Insolvency Law – Reform and Harmonization*, Cheltenham (UK)/Northampton (MA, USA), Edward Elgar Publishing, 2017, pp. 135 e s. e pp. 141 e s.

<sup>17</sup> A situação foi alterada com a entrada em vigor do Decreto n.º 14 de 12 de Janeiro de 2019, contendo o *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, segundo o qual a data relevante para a contagem do período suspeito é a data do requerimento de abertura do processo de insolvência. O *Codice* entra em vigor em 15 de Agosto de 2020, com exceção de algumas (poucas) disposições, em vigor desde 16 de Março de 2019.

<sup>18</sup> A lei maltesa refere-se à “dissolução da sociedade”, que é resultado da decisão judicial de abertura do processo de insolvência.

<sup>19</sup> Há formas de abertura do processo de insolvência equivalentes, como, por exemplo, em Inglaterra e no País de Gales, a designação extrajudicial de um administrador. A dificuldade nestes casos é que algumas disposições se referem à “abertura” do processo pretendendo com isso designar o requerimento de abertura ou de início do processo e não a decisão judicial de abertura. Cfr., sobre isto, mais uma vez, GERARD McCORMACK/ANDREW KEAY/SARAH BROWN, ob. cit., pp. 161 e s. (nota 15).

<sup>20</sup> Cfr. *supra* nota 12.

e País de Gales, Itália<sup>21</sup> e Portugal<sup>22</sup>) e até de um ano (República Checa, Eslováquia e Eslovénia). Nalgumas leis, o período suspeito é mais longo se a outra parte for um sócio<sup>23</sup> ou uma pessoa especialmente relacionada com o devedor (pessoa com informação privilegiada/*insider*)<sup>24</sup>. A França é um caso especial, dependendo o período suspeito da insolvência (*cessation de paiements*) e sendo determinado, em conformidade, pelo tribunal; não vai, contudo, além dos dezoito meses anteriores à decisão de abertura do processo.

Em terceiro lugar, muitas leis condicionam a resolução/impugnação à verificação de elementos intelectuais e volitivos, isto é, requisitos subjetivos, como o dolo, a conhecimento de determinadas circunstâncias ou – como defesa – a boa fé, seja do devedor seja da outra parte<sup>25</sup>. Mais uma vez, variam as formas. Nalguns países (por exemplo, República Checa, Dinamarca, Portugal<sup>26</sup>, Eslováquia e Espanha) abstêm-se de usar requisitos subjetivos. Outros adoptam uma solução distinta: frequentemente exigem o conhecimento, pela outra parte, da situação de insolvência (imediata) do devedor (assim, em parte, na Croácia, na França, na Alemanha e na Eslovénia e, em absoluto, na Finlândia, na Itália e na Suécia) ou do requerimento de abertura do processo (Croácia e Alemanha)<sup>27</sup>. Diversamente, na Inglaterra e no País de Gales é irrelevante a “boa fé” da outra parte<sup>28</sup>, exigindo-se, em contrapartida, que o devedor tenha a intenção de conceder a este sujeito um tratamento mais favorável.

Apesar de tudo, a resolução/impugnação torna-se impossível se o sócio for titular de garantias, pois, nesta hipótese, o pagamento não é susceptível de ser considerado prejudicial aos credores, requisito que é exigido em todas as leis. É na concessão de garantias que reside o aspecto prejudicial e é por essa razão que a resolução/impugnação das garantias prevalece sobre a resolução/impugnação dos pagamentos. Por outras palavras, na Croácia,

<sup>21</sup> Mas dois anos se a outra parte for uma pessoa especialmente relacionada com o devedor. Cfr. *infra* III.5.

<sup>22</sup> Cfr. *supra* nota 12.

<sup>23</sup> Cfr. *infra* III.4.

<sup>24</sup> Cfr. *infra* III.5.

<sup>25</sup> Para considerações gerais cfr., novamente, GERARD McCORMACK/ANDREW KEAY/SARAH BROWN, ob. cit., pp. 163 e s. (nota 15).

<sup>26</sup> Cfr. *supra* nota 12.

<sup>27</sup> Para o ónus da prova cfr. *infra* III.5.

<sup>28</sup> Cfr. REBECCA PARRY/SHARIF SHIVJI, in: REBECCA PARRY/JAMES AYLiffe/SHARIF SHIVJI (eds.), *Transaction Avoidance in Insolvencies*, Oxford, Oxford University Press, 2018, 3<sup>rd</sup> edition, parágrafo 5.108. A situação é diferente se a outra parte for um terceiro. Cfr. *section 241(2)* do *Insolvency Act 1986*.

na República Checa, na Dinamarca, na Inglaterra e no País de Gales, na Finlândia, na Alemanha, na Itália, em Portugal e na Suécia, o pagamento de créditos garantidos só é susceptível de resolução/impugnação se as garantias forem, elas próprias, susceptíveis de resolução/impugnação. Em todos estes países, o pagamento dos créditos garantidos só é susceptível de resolução/impugnação se a garantia tiver sido constituída em momento posterior ao da constituição do crédito ou outra condição do tipo<sup>29</sup>.

Uma questão diferente é a de saber se, em lugar dos pagamentos, os contratos ao abrigo do qual os pagamentos são feitos podem ser atacados. A resposta é afirmativa, por exemplo, na Croácia, na Inglaterra e no País de Gales, na França e na Alemanha. Neste países, os contratos podem ser atacados em condições semelhantes às dos pagamentos, desde que sejam manifestamente prejudiciais aos credores, o que é o caso na maioria dos esquemas de transferência de valor quando o valor da contraprestação do sócio é inferior ao habitual. Em Espanha, os contratos estão sujeitos às regras da resolução/impugnação e ainda às regras gerais sobre actos fraudulentos do Código Civil<sup>30</sup>.

## 2. Transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente/*Transactions at an undervalue*

Em todos os ordenamentos abrangidos por este estudo – excepto o holandês<sup>31</sup> –, os pagamentos abrangidos por esquemas de transferência de valor podem ser atacados ao abrigo das regras sobre transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente<sup>32</sup>.

As transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente podem ser definidas, *grosso modo*, como transmissões das quais resulta uma diminuição do activo sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente por parte do sujeito que delas beneficia. O requisito determinante é, pois, que o acto do devedor seja *gratuito*, ou seja, que à prestação do devedor não corresponda uma prestação equivalente ou uma prestação adequada da outra parte.

<sup>29</sup> Existem regras especiais se os titulares de créditos garantidos forem os sócios. Cfr. *infra* III.4.

<sup>30</sup> Cfr. *infra* V.1.

<sup>31</sup> Cfr. *supra* nota 10.

<sup>32</sup> Em Inglaterra e no País de Gales as transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente são reguladas não só na *section 238* (aqui tratada) mas também na *section 423* do *Insolvency Act 1986* (tratada adiante; cfr. *infra* nota 43).

Quanto aos esquemas de transferência de valor, eles cobrem, por exemplo, remunerações ou taxas de juro<sup>33</sup> mais elevadas do que é usual ou aquisições a preços mais baixos do que é usual. A maioria das leis prevê excepções, relacionadas, por exemplo, com ofertas ocasionais de valor diminuto, mas estas excepções não são relevantes no contexto dos esquemas de transferência de valor. Em muitas basta o requisito objectivo da falta de contraprestação ou de contraprestação equivalente e não se exigem requisitos adicionais. Não é, em particular, necessário que o devedor se encontre em *situação de insolvência* ao tempo da transmissão, com as importantes excepções da República Checa, da Inglaterra e do País de Gales, da França<sup>34</sup> e da Eslováquia. Na Dinamarca, o período suspeito é mais longo (um ano em vez de seis meses) a não ser quando se prove que o devedor não estava insolvente ou que não ficou insolvente em resultado da transmissão.

Existe, contudo, em todos os ordenamentos, um período suspeito, cuja duração é variável. O período suspeito é de seis meses a um ano na Dinamarca e na Suécia, de um ano na República Checa, na Finlândia, em Portugal e na Eslováquia, até dois anos na França e na Itália<sup>35</sup>, dois anos na Inglaterra e no País de Gales e em Espanha, três anos na Eslovénia e quatro anos na Croácia e na Alemanha, contados, na maioria dos casos, regressivamente, desde o requerimento de abertura – e não da abertura – do processo de insolvência<sup>36</sup>.

Em quase todos os ordenamentos se dispensam os elementos intelectuais e volitivos como o dolo e o conhecimento, pela outra parte<sup>37</sup>, de que o devedor se encontrava em situação de insolvência. Isto é válido nos casos da Croácia, da República Checa, da Dinamarca, da Finlândia, da França, da Alemanha, da Itália, de Portugal, da Eslovénia e da Espanha. No entanto, certas leis adoptam uma perspectiva subjectivista, impondo o carácter gratuito do acto. Em conformidade com decisões do *Bundesgerichtshof*, por exemplo, é necessário que ambas as partes (sociedade e sócio) tenham

<sup>33</sup> Um aspecto que pode adquirir relevância é o facto de a empresa ter tido a possibilidade de obter crédito a taxas de juro mais baixas junto de outros investidores.

<sup>34</sup> O art. 632-1(1), n.os 1 e 2, do *Code de Commerce* determina que os actos gratuitos praticados depois da insolvência (*cessation de paiements*) são nulos. No entanto, o art. 632-1(2) admite que o tribunal determine a ineficácia dos actos gratuitos tal como descritos no art. 632-1(1), n.º 1, do *Code de Commerce* quando sejam praticados dentro dos seis anteriores à data da *cessation de paiements*.

<sup>35</sup> Cfr. *supra* III.1. e nota 34.

<sup>36</sup> Cfr. *supra* III.1.

<sup>37</sup> A “outra parte” é o beneficiário da transmissão. Ela não é necessariamente um credor, podendo ser designada ainda “contraparte”.

consciência da falta de equivalência das prestações<sup>38</sup> e na Dinamarca um acto apenas é considerado gratuito se configurar uma liberalidade<sup>39</sup>. Na Inglaterra e no País de Gales é admissível a defesa com base na “boa fé” relativamente à intenção do devedor se à data havia razões atendíveis para acreditar que a transmissão beneficiaria a sociedade.

Em síntese, a resolução/impugnação de transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente aparece como uma solução especialmente eficaz contra os esquemas de transferência de valor em quase todos os ordenamentos. Todavia, deve sublinhar-se que esta solução só permite reverter a parte da prestação em excesso<sup>40</sup>. A título de exemplo, se a taxa de juro habitual é de 100 e as partes convencionam uma taxa de juro de 140, as regras sobre transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente só permitem reverter 40.

### **3. Actos fraudulentos/*Intentionally fraudulent transactions***

Um terceiro grupo de actos susceptíveis de resolução/impugnação, também relevantes no contexto dos esquemas de transferência de valor, é constituído pelos actos fraudulentos.

Os actos fraudulentos podem ser definidos, *grosso modo*, como actos praticados com a intenção, mais ou menos explícita, de causar prejuízo aos credores ou contendo elementos intelectuais e volitivos do mesmo tipo (como o conhecimento).

Corresponde aos actos fraudulentos aquilo que pode designar-se como a impugnação pauliana moderna, prevista em quase todos os ordenamentos. Só na França não há regras específicas sobre actos fraudulentos, existindo, não obstante, um prazo geral, longo, para o período suspeito<sup>41</sup>.

Em Portugal, existem dois regimes. Um permite a resolução em benefício da massa pelo administrador da insolvência dos actos prejudiciais à massa praticados nos dois anos anteriores ao início do processo de insolvência e em que o terceiro esteja de má fé. O outro é um instrumento

<sup>38</sup> Cfr. a decisão do Supremo Tribunal Federal Alemão [Bundesgerichtshof (BGH)] de 15.09.2016 – IX ZR 250/15 (*Neue Juristische Wochenschrift*, 2017, p. 68). Cfr. ainda o comentário de REINHARD BORK, “Die Anfechtung unentgeltlicher Leistungen nach § 134 InsO”, in: *Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht*, 2018, pp. 1-9.

<sup>39</sup> Cfr. § 64(1) da lei da insolvência dinamarquesa.

<sup>40</sup> Cfr., no que respeita à Alemanha, a decisão do BGH de 25.06.1992 – IX ZR 4/91 (*Neue Juristische Wochenschrift*, 1992, p. 2421).

<sup>41</sup> Cfr. *supra* no fim de III.1.

do Código Civil, para o qual o Código da Insolvência remete, que será objecto de atenção adiante<sup>42</sup>.

As regras do tipo “impugnação pauliana” caracterizam-se pela presença marcante de elementos intelectuais e volitivos, períodos suspeitos longos e escassos elementos objectivos<sup>43</sup>. As formulação e a sistematização das normas relevantes varia, contudo, de país para país. Nos Países Baixos, por exemplo, o regime de resolução/impugnação consiste apenas em duas regras apresentadas como sendo de impugnação pauliana<sup>44</sup>. Noutros ordenamentos, tais regras não são (Espanha) ou não são exclusivamente (Portugal) regras de Direito da insolvência mas sim regras ou também regras de Direito civil<sup>45</sup>. Em muitos países, as regras sobre actos fraudulentos são aplicáveis aos actos onerosos (por exemplo, Croácia e Alemanha).

À cabeça da impugnação pauliana perfilam-se os elementos intelectuais e volitivos, respeitantes a ambas as partes. A quase totalidade das legislações nacionais exige que o devedor tenha a intenção de defraudar os credores (Croácia, República Checa, Dinamarca, Inglaterra e País de Gales, Finlândia, Alemanha, Itália, Eslováquia, Espanha e Suécia) enquanto nos Países Baixos é suficiente o conhecimento, no caso de actos jurídicos voluntários<sup>46</sup>, e em Portugal se exige o conhecimento da insolvência (iminentes)<sup>47</sup>. Tal é, em regra, embora nem sempre, acompanhado do conhecimento, pela contraparte, da intenção do devedor (Croácia, República Checa, Alemanha, Eslováquia), do carácter prejudicial aos credores (Itália<sup>48</sup> e Países Baixos<sup>49</sup>) ou da insolvência do devedor (Portu-

<sup>42</sup> Cfr. *infra* V.1. Nesta fase, dá-se atenção apenas às regras de Direito da insolvência.

<sup>43</sup> Uma excepção importante é a Inglaterra e o País de Gales, onde a *section 423* do *Insolvency Act 1986* exige que o acto fraudulento seja uma transmissão sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente.

<sup>44</sup> Cfr. *section 42, 47 Faillissementswet (Fw)*. A *section 42* da *Fw* aplica-se aos actos jurídicos voluntários, isto é, aos actos que o devedor não estava obrigado a praticar; estes podem ser atacados se o devedor sabia ou devia saber que o acto causaria prejuízo aos credores e – no caso de à prestação do devedor corresponder uma contraprestação – se a contraparte tinha ou devia ter conhecimento do mesmo facto. A *section 47* da *Fw* aplica-se aos actos jurídicos devidos, isto é, aos actos a cuja prática o devedor estava obrigado; estes podem ser atacados apenas se existir um conluio de ambas as partes ou se a contraparte sabia que havia sido requerida a abertura do processo de insolvência.

<sup>45</sup> Para mais desenvolvimentos cfr. V.1. e, no que respeita a Portugal, nota 42.

<sup>46</sup> Cfr. *supra* nota 44.

<sup>47</sup> Cfr. *supra* III.3.

<sup>48</sup> A lei italiana exige requisitos especiais sempre que exista contraprestação. Nesta hipótese, exige-se ou o conluio de ambas as partes ou o conhecimento, pela contraparte, da intenção do devedor.

<sup>49</sup> Cfr. *supra* nota 44.

gal, Eslovénia), na qualidade de requisito adicional. Mais precisamente, nos Países Baixos, exige-se um conluio entre o devedor e a contraparte para que seja possível a resolução/impugnação de actos jurídicos devidos excepto quando a contraparte sabia que tinha sido requerida a abertura do processo de insolvência<sup>50</sup>. Uma abordagem diferente é adoptada na Dinamarca e na Suécia, onde a resolução/impugnação é possível apenas quando o devedor estava insolvente ou ficou insolvente em resultado da prática do acto e a contraparte sabia ou devia saber da insolvência e do carácter fraudulento do acto.

Dispensa-se, em quase todos os ordenamentos, que o devedor esteja insolvente à data da prática do acto, sendo a Dinamarca<sup>51</sup> e a Suécia as únicas excepções. Porém, uma vez que os elementos intelectuais e volitivos são difíceis de provar, na Alemanha os elementos deste tipo (como a intenção do devedor de causar prejuízo aos credores ou o conhecimento desta intenção pela contraparte) consideram-se provados sempre que as partes sabiam que a sociedade estava em situação de insolvência (pelo menos iminente)<sup>52</sup>. Também na lei holandesa inexiste qualquer referência expressa à insolvência do devedor; no entanto, de acordo com o Supremo Tribunal de Justiça holandês, os elementos intelectuais e volitivo (isto é, conhecimento/conluio) determinam que, à data da prática do acto, seja razoavelmente possível prever a abertura do processo de insolvência e a insuficiência de bens<sup>53</sup>, o que, indirectamente, transforma a insolvência do devedor num factor importante. O mesmo vale para Portugal, onde o elemento intelectual e volitivo da “má fé” é definido como o conhecimento, à data da prática do acto, de que, entre outras coisas, o devedor se encontrava em situação de insolvência ou de insolvência iminente<sup>54</sup>. Na Inglaterra e no País de Gales, a section 423 do *Insolvency Act 1986* exige que

<sup>50</sup> Cfr. *supra* nota 44.

<sup>51</sup> Cfr. *supra* III.3.

<sup>52</sup> Cfr. decisões do BGH de 14.06.2018 – IX ZR 22/15 (*Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2018, p. 1794); de 18.01.2018 – IX ZR 144/16 (*Neue Juristische Wochenschrift*, 2018, p. 264); de 14.09.2017 – IX ZR 3/16 (*Neue Juristische Wochenschrift*, 2018, p. 114); de 6.07.2017 – IX ZR 178/16 (*Neue Juristische Wochenschrift*, 2017, p. 850); de 5.03.2009 – IX ZR 85/07 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 180, p. 98, e *Neue Juristische Wochenschrift*, 2009, p. 1601); de 29.11.2007 – IX ZR 121/06 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 174, p. 314, e *Neue Juristische Wochenschrift*, 2008, p. 1067); e de 13.04.2006 – IX ZR 158/05 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 167, p. 190, e *Neue Juristische Wochenschrift*, 2006, p. 2701).

<sup>53</sup> Cfr. a decisão do Supremo Tribunal da Holanda (*Hoge Raad*) de 22.12.2009 – 08/02255 [European Case Law Identifier (ECLI):NL:HR:2009:BI8493 (ABN AMRO BANK N.V. v. van Dooren q. q. III)], parágrafo. 3.7.

<sup>54</sup> Cfr. *supra* III.3.

exista um “lesado” em resultado do acto; ora, os credores só são lesados se, a final, não puderem ser pagos na íntegra.

O período suspeito é normalmente mais longo quando comparado com o período suspeito no âmbito das preferências ou das transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente. As molduras oscilam entre um ano na Eslovénia, dois anos em Portugal, quatro a dez anos na Alemanha, cinco anos na República Checa, Eslováquia e Suécia e dez anos na Croácia. Na maior parte dos ordenamentos o prazo é contado regressivamente desde o requerimento de abertura – e não a abertura – do processo de insolvência<sup>55</sup>. A Dinamarca, a Inglaterra e o País de Gales e a Finlândia não definiram qualquer período suspeito.

#### **4. Suprimentos/*Shareholder loans***

É raro encontrar regras específicas sobre a resolução/impugnação de suprimentos, sendo de destacar, portanto, as existentes na Croácia, na Alemanha, na Itália, em Portugal e na Eslováquia. As legislações da República Checa, da Inglaterra e do País de Gales, da França, dos Países Baixos, da Espanha e da Suécia não prevêem fundamentos especiais para a resolução/impugnação de actos em que participem os sócios, mas, geralmente, compreendem regras sobre pessoas especialmente relacionadas com o devedor, nos termos que serão descritos adiante<sup>56</sup>. Só um ou dois países é que não contêm de todo regras especiais nesta matéria (isto é, a França e a Eslovénia).

Na Croácia e na Alemanha, os actos praticados pela sociedade devedora no âmbito dos suprimentos podem ser objecto de resolução/impugnação independentemente de requisitos se (1) o devedor for uma sociedade por cujas dívidas nenhuma pessoa singular responda pessoal e ilimitadamente, por forma directa ou indirecta, e (2) o acto tenha sido praticado dentro do ano anterior (para a constituição de garantias: dos cinco anos anteriores na Croácia e dos dez anos anteriores na Alemanha) ao requerimento de abertura do processo de insolvência. Não se exige nem a situação de insolvência do devedor nem elementos intelectuais e volitivos. É possível encontrar regras próximas na Itália (não obstante dispostas no Direito das sociedades) e em Portugal. Na Eslováquia, a distribuição de lucros aos sócios pode ser objecto de resolução/impugnação, excepto quando tiverem sido satisfeitos todos os titulares de créditos comuns reconhecidos.

<sup>55</sup> Cfr. *supra* III.1.

<sup>56</sup> Cfr. III.5.

## 5. Pessoas especialmente relacionadas com o devedor/*Closely connected parties*

Na generalidade dos ordenamentos – com as excepções da França e da Eslovénia<sup>57</sup> –, as regras gerais sobre resolução/impugnação sofrem adaptações em matéria de pessoas especialmente relacionadas com o devedor, isto é, pessoas com informação privilegiada (*insiders*)<sup>58</sup>. As adaptações consistem na existência de presunções tanto para os requisitos objectivos (por exemplo, a prejudicialidade aos credores) como para os requisitos subjectivos (por exemplo, o conhecimento da insolvência do devedor pela contraparte). Estas presunções invertem o ónus da prova do interessado na resolução/impugnação do acto (tipicamente o administrador da insolvência ou um credor) para a contraparte (a pessoa especialmente relacionada com o devedor).

Mais precisamente, as adaptações em matéria de pessoas especialmente relacionadas com o devedor são as que se seguem. Em alguns países, o período suspeito é mais longo para as pessoas especialmente relacionadas do que para os credores comuns ou é até eliminado (República Checa, Dinamarca, Inglaterra e País de Gales, Finlândia, Itália, Eslováquia e Suécia) Noutros, existe uma presunção ilidível de prejudicialidade aos credores (Países Baixos e Espanha) ou de insolvência do devedor (República Checa, Dinamarca, Inglaterra e País de Gales, Finlândia, Países Baixos, Eslováquia e Suécia) ou uma presunção para os elementos intelectuais e volitivos (Croácia, República Checa, Inglaterra e País de Gales, França, Alemanha, Países Baixos, Portugal e Suécia)<sup>59</sup>. Em contrapartida, em determinados países, o ónus da prova que recai sobre as pessoas especialmente relacionadas com o devedor está limitado temporalmente, seja em geral (Países Baixos: um ano para os actos jurídicos voluntários), seja consoante o fundamento da resolução/impugnação (Croácia e Alemanha: dois anos para os contratos prejudiciais concluídos com intenção fraudulenta).

Neste contexto, surge uma questão relevante para efeitos dos esquemas de transferência de valor, que é a de saber se os sócios e os administradores podem ser considerados pessoas especialmente relacionadas com a sociedade devedora.

<sup>57</sup> Na Eslovénia, as regras especiais para as pessoas especialmente relacionadas com o devedor são aplicáveis apenas nos processos de insolvência de pessoas singulares, que, como se disse, estão excluídos deste estudo.

<sup>58</sup> Cfr. GERARD McCORMACK/ANDREW KEAY/SARAH BROWN, ob. cit., p. 137 e s. (nota 15), e p. 139.

<sup>59</sup> Para algumas considerações gerais acerca de tais presunções cfr. GERARD McCORMACK/ANDREW KEAY/SARAH BROWN, ob. cit., p. 135 (nota 15).

No que toca aos sócios, são poucos os ordenamentos em que o sócio é considerado, sem mais, pessoa especialmente relacionada com o devedor (não é claro, porém, na República Checa). Noutros, a qualificação restringe-se aos sócios que tenham uma posição especial, como, por exemplo, os sócios de responsabilidade ilimitada (Alemanha e Portugal) ou que detenham, pelo menos, entre 5% e 10% (Espanha) ou 25% (Croácia e Alemanha) do capital social; os titulares de parte substancial do capital social (Dinamarca); os titulares de mais de 50% das acções emitidas (Países Baixos) ou os detentores de especial informação (Croácia e Alemanha) ou do controlo sobre a sociedade (Inglaterra e País de Gales).

Os administradores e os membros dos órgãos de administração são considerados pessoas especialmente relacionadas com o devedor na Croácia, na República Checa, na Inglaterra e no País de Gales, na Alemanha, nos Países Baixos, em Portugal e em Espanha. Na Itália, apenas os membros de grupos de sociedades e, consequentemente, só os negócios intra-grupo, estão abrangidos.

## 6. Outros dados relevantes

Em alguns ordenamentos podem ser encontradas regras que, desviando-se da solução comum, são concebidas para resolver situações relevantes para os presentes efeitos. Por exemplo, segundo a lei dinamarquesa o pagamento de salários ou outras remunerações do trabalho feitos dentro dos seis meses anteriores ao requerimento de abertura do processo de insolvência são susceptíveis de resolução/impugnação independentemente de requisitos posto que excedam manifestamente o que for considerado razoável; as remunerações excessivas são susceptíveis de resolução/impugnação se forem pagas antes dos seis meses mas nunca para lá dos dois anos anteriores ao requerimento de abertura do processo de insolvência, excepto quando se prove que o devedor não estava (nem se tornou) insolvente na data do pagamento. Uma regra semelhante pode ser encontrada na Finlândia, onde as remunerações excessivas podem ser objecto de resolução/impugnação posto que sejam pagas não depois dos três anos que antecedem o requerimento de abertura do processo de insolvência, excepto quando se prove que o devedor estava (e se tornou) insolvente na data do pagamento.

A lei da insolvência finlandesa contempla uma disposição sobre *transmissões simuladas*, que torna tais transmissões ineficazes independentemente de requisitos se a forma legalmente prevista para o tipo de trans-

missão em causa não for respeitada e isso tiver sido feito com o propósito de evitar a execução ou manter os bens a salvo dos credores.

Na Inglaterra e no País de Gales, a *section 244* do *Insolvency Act 1986* permite a resolução/impugnação de *contratos de crédito exorbitantes (extortionate credit transactions)* desde que o contrato seja concluído nos três anos imediatamente anteriores à data em que o processo de recuperação ou de insolvência se iniciou. Esta regra abrange os contratos que impõem à sociedade pagamentos manifestamente exorbitantes. O critério é o acordo para a concessão de crédito ser “tão injusto que é opressivo” (“so unfair as to be oppressive”)<sup>60</sup>, o que é difícil de demonstrar. Acresce que a *section 245* do *Insolvency Act* determina a nulidade automática das chamadas “garantias flutuantes” (*floating charges*)<sup>61</sup> constituídas pela sociedade insolvente nos doze meses imediatamente anteriores ao início do processo de insolvência excepto quando forem constituídas para garantir financiamento novo que seja necessário. Para as pessoas especialmente relacionadas com o devedor, o período suspeito é de dois anos e não é preciso que o devedor esteja insolvente à data da transacção.

#### IV. Direito das sociedades/*Company law*

Paralelamente ao regime de resolução/impugnação podem ser encontradas outras soluções nas legislações de sociedades. Apesar de os esquemas de transferência de valor não estarem directamente contemplados em nenhuma delas, algumas há que prevêm e regulam os acordos de assistência financeira da sociedade aos sócios (Dinamarca) ou dos sócios à sociedade (Alemanha) ou as recompensas aos sócios pelos seus serviços (Dinamarca), com o intuito de assegurar a conformidade de tais negócios à lei. Além destas regras especiais, existem regras sobre responsabilidade dos sócios (1.) e protecção do capital social (2.). Neste capítulo, dá-se

<sup>60</sup> Cfr. os casos *Paragon Finance Plc v. Nash* [2001] Civ. 1466, e *White v. Davenham Trust Ltd* [2010] EWHC 2748 (Ch) e, em recurso de apelação, [2011] EWCA Civ. 747.

<sup>61</sup> Trata-se de um mecanismo que permite constituir a favor de um credor (normalmente um banco) uma garantia sobre os bens (ou uma classe de bens) presentes e futuros da sociedade. Esta garantia fica como que pendente, só adquirindo efeitos reais quando se produz o incumprimento do estipulado no documento que a cria (*instrument*), fixando-se, então, nos bens que a sociedade tem nessa data (*crystallisation*). Em termos de eficácia, a *floating charge*, distintamente da *fixed charge* — que é a garantia real típica (por exemplo, uma hipoteca) —, apresenta a grande vantagem de permitir que, até à verificação daquele evento, a empresa continue a dispor livremente do seu património, o que tem grande significado no caso de a maioria dos bens consistir em maquinaria ou equipamento e em mercadorias.

atenção particular a estas regras, incluídas as que fazem parte do Direito da insolvência e não do Direito das sociedades, circunscrevendo-se embora a análise às sociedades por quotas, que constituem a forma jurídica da esmagadora maioria das empresas<sup>62</sup>.

## 1. Responsabilidade dos sócios/*Shareholder liability*

Começando pela responsabilidade dos sócios, verifica-se que em quase todos os ordenamentos se disponibilizam regras nesta matéria.

Antes de mais, existem *regras gerais de responsabilidade civil*, segundo as quais os administradores têm o dever de administrar a sociedade com a diligência de um gestor criterioso e ordenado e os administradores que violem este dever são responsáveis perante a sociedade por danos daí resultantes (Croácia, Dinamarca, Inglaterra e País de Gales, Alemanha, Itália, Países Baixos, Portugal, Eslovénia e Espanha).

No contexto dos esquemas de transferência de valor, isto significa que os administradores que, por exemplo, celebrem contratos prejudiciais e paguem remunerações excessivas aos sócios e, consequentemente, causem danos aos credores são pessoalmente responsáveis. Em regra, no entanto, estas disposições não se aplicam quando tais contratos e tais pagamentos foram aprovados pela assembleia geral ou correspondem mesmo a uma deliberação sua, uma vez que estas deliberações devem ser seguidas pelos administradores (Croácia, Alemanha)<sup>63</sup>.

Em segundo lugar, em diversos ordenamentos, os administradores são obrigados a indemnizar a sociedade se contribuírem com dolo ou culpa grave para a causa da insolvência (Portugal) ou, pelo menos, se efectuarem pagamentos aos credores *depois de a sociedade se tornar insolvente*. Isto é assim, por exemplo, na Croácia, na República Checa, na Alemanha e na Eslovénia, apesar de, nestes países, as regras em causa não se aplicarem aos pagamentos feitos em conformidade com o critério do gestor crite-

<sup>62</sup> Por este motivo não se consideram as normas sobre transmissões entre partes relacionadas, previstas em várias leis nacionais na sequência da Directiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de Maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (Jornal Oficial da União Europeia de 20 de Maio de 2017 – L 132/1).

<sup>63</sup> Inversamente, de acordo com a lei inglesa, os sócios perdem a possibilidade de autorizar ou ratificar actos praticados que comportem a inobservância de deveres sempre que isso contenda com o dever de ter em consideração os interesses dos credores porque a sociedade está em insolvência iminente.

rioso e ordenado. Em alguns ordenamentos, os administradores podem ser responsabilizados quando sabiam que a sociedade estava em situação de insolvência iminente e não tomaram todas as medidas necessárias e adequadas para evitar a insolvência ou minimizar as perdas para os credores. Porém, as consequências divergem: na Inglaterra e no País de Gales e na Eslováquia (e, em certa medida, na Suécia), a violação deste dever determina a obrigação de indemnização pelos danos causados, na República Checa e na Dinamarca, a obrigação de restituição das remunerações e de outros montantes por eles recebidos.

Em terceiro lugar, os administradores podem ser responsabilizados pelos *pagamentos feitos aos sócios*. Por vezes, esta responsabilidade é limitada aos pagamentos que conduziram à falta de liquidez da sociedade (Alemanha) ou aos pagamentos que, observando o critério do gestor criterioso e ordenado, seria de prever que causassem a situação de insolvência da sociedade. Aplicando tais regras aos esquemas de transferência de valor, isto significa que os administradores têm de reembolsar a sociedade por todos os pagamentos feitos aos sócios depois de a sociedade se tornar insolvente ou ficar em situação patrimonial líquida negativa. Esta não é uma solução para os contratos celebrados com o fim de dissipação patrimonial (já que os contratos não são pagamentos) mas uma mera precaução contra maiores reduções do património em prejuízo dos credores.

Em quarto lugar, em certos ordenamentos, os administradores podem ser responsabilizados pelos danos se *omitirem o dever de apresentação da sociedade à insolvência*. Este dever está previsto nas leis da insolvência da Croácia, da República Checa, da Alemanha, de Portugal, da Eslováquia e da Espanha. Em Inglaterra e no País de Gales, os administradores podem ser responsabilizados por continuar a actividade da sociedade com a intenção de defraudar os credores ou quando deviam saber que a sociedade tinha um passivo superior ao activo e que a liquidação patrimonial era inevitável (*fraudulent trading*).

Para efeitos das normas mencionadas, administradores são não só os administradores de direito actuais mas também os administradores que os antecederam (posto que fossem os administradores de direito na data relevante), os administradores ocultos e os administradores de facto. Nalguns países, a mesma responsabilidade impende sobre as pessoas que exerçam uma influência dominante sobre a sociedade em proveito próprio (Croácia, República Checa, Dinamarca, Itália, Portugal e Eslovénia). Noutros, o efeito restringe-se à influência dominante da sociedade-mãe sobre as restantes sociedades do grupo (Alemanha).

## 2. Protecção do capital social/*Share capital protection*

Algumas leis de sociedades contêm normas sobre protecção do capital social que são relevantes para combater os esquemas de transferência de valor. Enquanto umas são completamente omissas nesta matéria (República Checa, França), na Alemanha, a lei da sociedade de responsabilidade limitada proíbe a distribuição de bens que sejam necessários para manter o capital social. Apesar de a regra ressalvar os pagamentos a que corresponda uma genuína contraprestação do sócio, no contexto dos esquemas de transferência de valor, esta hipótese quase nunca se verifica, uma vez que os sócios recebem, por definição, remunerações excessivas ou mais elevadas do que o habitual, comissões pelo exercício de actos de administração, juros, *etc.* Se a regra de protecção do capital social for violada, o sócio tem a obrigação de restituir à sociedade os montantes recebidos e os administradores que tiverem realizado os pagamentos são pessoalmente responsáveis se os montantes não forem recuperados. Podem ser encontradas disposições idênticas na Croácia e na Suécia (onde não só os pagamentos aos sócios mas também a outros sujeitos estão abrangidos). Outros ordenamentos restringem-se às regras estritas de distribuição de lucros (Dinamarca, Países Baixos, Portugal, Eslováquia) ou protegem o capital social de forma indireta, através de normas que regulam os contratos de assistência financeira aos sócios (Dinamarca).

## V. Direito civil/*General civil law*

Os instrumentos de resolução/impugnação e Direito das sociedades são, por vezes, complementados com instrumentos de Direito civil.

As formas especiais de impugnação pauliana (1.) e os mecanismos do Direito dos contratos (2.) ocupam o lugar central.

### 1. Impugnação pauliana/*Actio pauliana*

Em determinadas ordens jurídicas, a impugnação pauliana faz parte da lei civil e não – ou não exclusivamente – da lei da insolvência<sup>64</sup>. Ela é tratada aqui sempre que aplicável ao processo de insolvência<sup>65</sup>.

<sup>64</sup> Cfr., para a lei da insolvência, *supra* III.3.

<sup>65</sup> É por esta razão que o regime da resolução/impugnação contido nas leis civis nacionais ou leis especiais fora da lei da insolvência não são abordados neste estudo, excepto

O primeiro país que merece referência é Portugal, onde o art. 127.º do Código da Insolvência remete para os arts. 610 e seguintes do Código Civil. A impugnação pauliana tem como requisitos (1) ser o crédito anterior ao acto ou, sendo posterior, ter sido o acto dolosamente realizado com o fim de impedir a satisfação do direito do futuro credor, (2) resultar do acto a impossibilidade, para o credor, de obter a satisfação integral do seu créditos, ou o agravamento dessa impossibilidade, (3) se o acto for oneroso, o devedor e o credor terem agido de má fé. A impugnação pauliana pode ser requerida por qualquer credor (não pelo administrador da insolvência) e os seus efeitos aproveitam apenas ao credor impugnante.

O mesmo vale para Espanha, onde o art. 71.6 da *Ley concursal* remete para o art. 1291.3 do Código Civil. De acordo com este, os contratos celebrados com intenção de defraudar os credores são susceptíveis de resolução sempre que os credores não puderem por outro meio receber o que lhes é devido. Os efeitos da resolução são a restituição dos bens e dos respectivos frutos (art. 1295 do Código Civil). A contraparte será também responsável pelos danos causados se tiver agido com mé fé (art. 1298 do Código Civil). Porém, esta forma de impugnação pauliana tem carácter subsidiário, só podendo recorrer-se a ela quando o credor carece de outros meios para recuperar o que é devido (art. 1294 do Código Civil). Uma vez que a partir da declaração de insolvência está reservado ao administrador da insolvência o poder de iniciativa, prevalece o regime da resolução/impugnação típico da lei da insolvência.

É semelhante a disciplina no art. 67 do Código Civil da Croácia. Aqui, os actos onerosos podem ser atacados se, à data da prática do acto, o devedor sabia ou devia saber que o acto causaria danos aos seus credores e se aquele com quem o devedor contratou ou que beneficiou do acto sabia ou devia ter conhecimento do mesmo facto.

Na França, o art. 1167 do *Code Civil* permite a impugnação de actos fraudulentos que importem danos pessoais ao credor. Não se exige o conhecimento pela contraparte de qualquer circunstância. Estando em curso um processo de insolvência, a iniciativa cabe ao administrador da insolvência.

Na Itália, os arts. 2901 e s. do *Código Civil* habilitam os credores a impugnar os actos que lhe são prejudiciais sempre que o devedor tenha a intenção (ou a consciência) de causar dano ao credor e – quando não existe contraprestação– a contraparte partilhe daquela intenção ou da consciência do devedor. Estando em curso um processo de insolvência,

quando sejam aplicáveis ao processo de insolvência. Existem regras deste tipo nas leis da República Checa, da Alemanha, dos Países Baixos, da Eslováquia e da Eslovénia.

a iniciativa pertence ao administrador da insolvência, que age sempre em benefício da massa.

## 2. Direito da responsabilidade civil/*Tort law*

Em certos ordenamentos, estão previstos, no Direito da responsabilidade civil, instrumentos específicos para combater os esquemas de transferência de valor. Um primeiro exemplo é a Alemanha, onde o *Bundesgerichtshof* aplica o § 826 BGB<sup>66</sup>. Com base nesta norma, qualquer sujeito que, com violação dos bons costumes (*boni mores*), isto é, com a violação da ordem pública, cause, dolosamente, danos a outro sujeito, é obrigado a indemnizar este pelos danos causados. A partir da aplicação desta norma, o BGH criou a figura da “aniquilação da sociedade por interferência dos sócios” (*existenzvernichtender Eingriff*), figura esta que é, actualmente, consensual. Para provar a violação dos bons costumes, o tribunal exige, porém, que a intenção de aniquilar a sociedade se concretize numa espoliação dos bens da sociedade, o que configura uma interferência dos sócios no interesse próprio e não no interesse dos credores.

Noutros países, a disciplina da responsabilidade civil é aplicável (República Checa, Dinamarca, Itália, Países Baixos, Portugal) se o acto causar danos e se for provado o dolo ou a negligência.

## 3. Direito dos contratos/*Contract law*

Por fim, de acordo com o Direito do contratos de alguns países, os actos fraudulentos são nulos se violarem os bons costumes ou a ordem pública,

<sup>66</sup> Cfr. as decisões do BGH, de 8.02.2018 – IX ZR 103/17 (*Neue Juristische Wochenschrift*, 2018, p. 2404); de 15.09.2014 – II ZR 442/13 (*Gesellschat mit beschränkter Haftung-Rundschau*, 2015, p. 644); de 18.06.2013 – II ZR 217/12 (*Gesellschat mit beschränkter Haftung-Rundschau*, 2013, p. 1321); de 21.02.2013 – IX ZR 52/10 (*Neue Juristische Wochenschrift-Rechtsprechungs-Report*, 2013, p. 1321); de 23.04.2012 – II ZR 252/10 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 193, p. 96, e *Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht*, 2012, p. 517); de 9.02.2009 – II ZR 292/07 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 179, p. 344, e *Neue Juristische Wochenschrift*, 2009, p. 2127); de 28.04.2008 – II ZR 264/06 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 176, p. 204, e *Neue Juristische Wochenschrift*, 2008, p. 2437); e de 16.07.2007 – II ZR 3/04 (*Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen*, 173, p. 246, e *Neue Juristische Wochenschrift*, 2007, p. 2689). Cfr., para mais desenvolvimentos, TAN CHENG HAN/WANG JIANGYU/CHRISTIAN HOFMANN, “Piercing the Corporate Veil; Historical, Theoretical and Comparative Perspectives”, National University of Singapore Law Working

o que contribui para a repressão da prática dos esquemas de transferência de valor. Assim é, por exemplo, na Dinamarca, na Finlândia, na Alemanha, nos Países Baixos, em Portugal, em Espanha e na Suécia.

## VI. Observações gerais

A terminar, tornam-se oportunas algumas observações de carácter geral. A primeira diz respeito à *pessoa a quem compete o poder de iniciativa*. Neste ponto, quase todos os ordenamentos convergem. Antes da abertura do processo de insolvência, as acções contra o sócio ou são acções da sociedade (podendo os credores sub-rogar-se à sociedade) ou – no caso das leis civis que se baseiam na impugnação pauliana ou noutras acções de responsabilidade<sup>67</sup> – são acções dos credores lesados. Depois da abertura do processo de insolvência, a iniciativa cabe ao administrador da insolvência<sup>68</sup>, que está especialmente habilitado para exercer este tipo de poderes, não obstante em alguns países mediante autorização judicial (Croácia). Os efeitos aproveitam à massa (isto é, indirectamente, aos credores). Em regra, os credores não têm legitimidade para estas acções (ou têm-na apenas a título subsidiário, na hipótese de o administrador da insolvência não agir atempadamente<sup>69</sup> ou agir exclusivamente no interesse da massa insolvente<sup>70</sup>).

A segunda observação prende-se com o *ónus da prova*. Na maioria das leis nacionais, o ónus pertence ao administrador da insolvência, cabendo-lhe provar os requisitos exigidos pelas normas do regime da resolução/impugnação aplicáveis. Existem, no entanto, mecanismos que facilitam a prova. Nalguns países, a facilitação, em certos casos – dependendo do fundamento de resolução/impugnação – assenta em presunções de prejudicialidade à massa (França, Portugal), da insolvência do devedor (Dinamarca) e dos elementos intelectuais e volitivos (Croácia, Alemanha, Países

Paper 2018/25, pp. 30-44; SEBASTIAN MOCK, "Groups of companies", in: MARTIN SCHMIDT-KESSEL (ed.), *German National Reports on the 20<sup>th</sup> International Congress of Comparative Law*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2018, pp. 307-396 (especialmente pp. 378-380).

<sup>67</sup> Cfr. *supra* V.

<sup>68</sup> Isto pode alterar-se nos processos em que o devedor se mantém à frente da empresa. Cfr., para estes, *supra* nota 6.

<sup>69</sup> Isto é válido para a Croácia, a Dinamarca, a Eslováquia e a Suécia.

<sup>70</sup> Esta é a regra na Inglaterra e no País de Gales, na Finlândia e na Eslovénia. Porém, o requisito de que o autor represente uma categoria de lesados é um tanto desmotivador.

Baixos). Além disso, há uma inversão do ónus da prova quando esteja em causa uma pessoa especialmente relacionada com o devedor<sup>71</sup>.

A terceira observação respeita ao *prazo de caducidade* dos direitos previstos na lei da insolvência<sup>72</sup>. Neste aspecto, as leis nacionais divergem significativamente. Nalguns países, o período é de um ano (República Checa, Finlândia, Eslováquia e Eslovénia), outros é de dezoito meses (Croácia), de três anos (Alemanha e Itália<sup>73</sup>), de cinco anos (Portugal), de dez anos (Suécia) e de doze anos (Inglaterra e País de Gales). Na França e na Espanha<sup>74</sup>, os direitos podem ser exercidos enquanto estiver em curso o processo de insolvência. No que toca à data relevante para a contagem deste prazo divergem também as várias leis. Raramente ela coincide com a data da prática do acto<sup>75</sup>. Ela é, na maioria dos casos, a data da abertura do processo de insolvência (Croácia, República Checa, Inglaterra e País de Gales, Finlândia, Itália<sup>76</sup>, Eslováquia e Eslovénia<sup>77</sup>). Outros países remetem para a data em que o administrador da insolvência teve (ou devia ter tido) conhecimento dos factos relevantes e da pessoa do devedor. Isto é válido para a Dinamarca (o prazo é de seis meses a partir desta data) e para a Alemanha (o prazo é de três anos contados a partir do fim do ano em que os factos relevantes se tornaram aparentes).

## VII. Balanço

Num esforço para sintetizar a resposta à questão de saber se e como, precisamente, os diversos actos (contratos e pagamentos) relacionados com os esquemas de transferência de valor podem ser atacados pelo administrador da insolvência, pode dizer-se o que se segue.

<sup>71</sup> Para maiores desenvolvimentos cfr. *supra* III.5.

<sup>72</sup> Os instrumentos de Direito das sociedades e de Direito civil podem ter prazos de caducidade diversos; este aspecto não é considerado aqui.

<sup>73</sup> Na Itália, este período é de três anos, contados a partir da abertura do processo de insolvência até ao máximo de cinco anos depois da prática do acto. Por opção de política legislativa (cfr. art. 69-bis da lei da insolvência italiana, intitulado “*decadenza dall’azione*”), este prazo tem, essencialmente, natureza processual e é um prazo mais longo do que é normal nos prazos para a propositura de ações. Isso implica que ele não está sujeito a qualquer forma de interrupção.

<sup>74</sup> Para as ações previstas no Código Civil, o prazo de caducidade é de quatro anos.

<sup>75</sup> Cfr., porém, para a Itália, *supra* nota 73. Aparentemente, as leis portuguesa, espanhola e sueca também dão relevância ao momento da prática do acto.

<sup>76</sup> Cfr. *supra* nota 73.

<sup>77</sup> Mais precisamente, a lei eslovena dá relevância à data de abertura do processo de insolvência (cfr. art. 277.1 da lei da insolvência eslovena).

Excepto no que respeita às preferências, as *remunerações mais elevadas do que o habitual* recebidas pelos sócios que sejam administradores de facto podem ser objecto de resolução/impugnação como transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente, pelo menos no que toca à parte excedente da remuneração. Em muitos ordenamentos, também o próprio contrato é susceptível de resolução/impugnação através do recurso às várias versões da impugnação pauliana existentes, sendo que, nalguns casos, o sócio tem a obrigação de restituir a totalidade da remuneração. É frequente, no âmbito do Direito das sociedades, a possibilidade de responsabilizar os administradores e, no âmbito do Direito da responsabilidade civil, a possibilidade de responsabilizar os sócios que sejam conviventes com eles.

A mesma regra se aplica a outras transacções efectuadas em termos não usuais no comércio jurídico, em especial, a *comissão pela prática de actos de administração* de sócios que não sejam administradores de direito, a *aquisição de bens à sociedade e a sua locação de volta à sociedade por preços excessivamente elevados*, a fixação de *taxas de juro inusitadamente elevadas para os empréstimos* concedidos pelos sócios. O mesmo é válido para as garantias destes empréstimos. Acresce que, nalguns ordenamentos, os reembolsos destes empréstimos são susceptíveis de resolução/impugnação e o mesmo acontece quanto às respectivas garantias.

Quando os bens são adquiridos à sociedade directamente pelos sócios por um preço inusitadamente baixo, tais aquisições são também susceptíveis de ineficácia como transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente.

Frequentemente, à luz do Direito da responsabilidade civil, tanto os administradores como os sócios podem ser responsabilizados pelos danos causados à sociedade.

## VIII. Conclusões

Do estudo levado a cabo resulta, em suma, que, em todos os ordenamentos jurídicos considerados existem mecanismos de resolução/impugnação dos esquemas de transferência de valor, em particular através das regras de transmissões sem contraprestação ou com contraprestação não equivalente e das regras sobre actos fraudulentos. Estas são particularmente gravosas no caso de estarem envolvidas pessoas especialmente relacionadas com o devedor, dada a extensão do período suspeito ou a presunção relativa relativamente a certos requisitos como os elementos intelectuais e volitivos e a prejudicialidade aos credores.

O Direito das sociedades e o Direito civil (incluído o Direito da responsabilidade civil) contêm instrumentos adicionais, em particular o regime de responsabilidade dos administradores. É de salientar que quase todos os relatores (com alguma resistência, é certo, dos relatores da Finlândia e dos Países Baixos) consideram que as suas leis nacionais disponibilizam protecção suficiente contra os esquemas de transferência de valor. Segundo alguns deles, o problema central reside, na realidade, mais na aquisição de informação sobre os factos relevantes do que na aplicação dos instrumentos e no exercício dos poderes facultados pela lei.

**RESUMO:** O presente artigo tem por finalidade analisar o regime e os efeitos jusmobiliários das relações de domínio plural, na sequência da nova redação do art. 21.º, nº 3, do CVM, introduzida pelo Decreto-Lei nº 77/2017, de 30 de junho.

**Palavras-chave:** relação de domínio; domínio plural; sociedades abertas.

**ABSTRACT:** The present paper aims at analysing the regime and effects of the relationships of multiple control, at light of the new version of art. 21/3 of the Code of Securities, introduced by Decree-Law 77/2017.

**Keywords:** control; domination; multiple control; public companies.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES

## O Artigo 21.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários – subsídios para a sua interpretação\*

### §1 O Conceito de Domínio no CVM

I. No direito do mercado de capitais, designa-se genericamente por *relação de domínio* (“control”, “beherrschende Einfluß”, “controllo”, “contrôle”) a relação entre uma pessoa singular ou coletiva e uma sociedade pela qual a primeira (dita dominante) tem o poder de exercer uma influência dominante sobre a última (dita dependente).<sup>1</sup>

II. A relação de domínio constitui um dos critérios imputativos constantes do elenco legal do art. 20.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários.

\* O presente texto destina-se a integrar o livro de homenagem a João Soares da Silva, em curso de preparação.

<sup>1</sup> Sobre a figura, vide, entre nós, ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 443 e ss., Almedina, Coimbra, 2002; ANTUNES, J. Engrácia, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto*, 48 e ss., UCP Editora, Porto, 2000; LOUREIRO, Catarina/ EREIO, J. Torres, *A Relação de Domínio ou de Grupo como Pressuposto de Facto para a Aplicação das Normas do Código das Sociedades Comerciais*, in: 30 “Actualidad jurídica Uriá Menéndez” (2011), 46-61; OLIVEIRA, A. Perestrelo, *Manual de Grupos de Sociedades*, 41 e ss., Almedina, Coimbra, reimpressão, 2018. Noutros ordenamentos estrangeiros, “ex multi”, DIERDORF, Josef, *Herrschaft und Abhängigkeit einer Aktiengesellschaft auf schuldvertraglicher und tatsächlicher Grundlage*, C. Heymanns, Köln, 1978; HERMAN, Edward, *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge, 1981; LAMANDINI, Marco, *Il Controllo – Nozioni e Tipo nella Legislazione Economica*, Giuffrè, Milano, 1995; STORCK, Michel, *Définition Légale du Contrôle d'une Société en Droit Français*, in: 104 “Revue des Sociétés” (1986), 385-404.

rios (CVM), cuja alínea b) se refere expressamente aos direitos de voto “detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo”. A noção jusmobilária de relação de domínio encontra-se prevista no *art. 21.º do CVM*, o qual, sob a epígrafe “relações de domínio e de grupo”, reza o seguinte:

“1 – Para efeitos deste Código, considera-se relação de domínio a relação existente entre uma pessoa singular ou coletiva e uma sociedade quando, independentemente de o domicílio ou a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante.

2 – Existe, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou coletiva: a) Disponha da maioria dos direitos de voto; b) Possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial; c) Possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização.

3 – Para efeitos do disposto nos números anteriores, e sem prejuízo da imputação de direitos de voto à pessoa que exerça influência dominante, as relações de domínio existentes entre a mesma pessoa singular ou coletiva e mais do que uma sociedade são consideradas isoladamente.

4 – Para efeitos deste Código consideram-se em relação de grupo as sociedades como tal qualificadas pelo Código das Sociedades Comerciais, independentemente de as respetivas sedes se situarem em Portugal ou no estrangeiro.”

III. O art. 21.º do CVM teve como *predecessor histórico* o art. 346.º, n.º 2, b) do CodMVM de 1991, segundo o qual “considerar-se-ão em relação de domínio ou de grupo todas as sociedades coligadas entre si nos termos que legalmente caracterizam esse tipo de relações, independentemente de as respetivas sedes se situarem em Portugal ou no estrangeiro”.<sup>2</sup>

IV. O art. 21.º sofreu uma única alteração ao longo dos quase 30 anos de vigência do CVM, a qual consistiu na introdução de um novo n.º 3 (bem como a consequente renumeração do atual n.º 4) através do *Decreto-Lei n.º 77/2017*, de 30 de junho. Na fundamentação para tal alteração, refere-se no Preâmbulo deste diploma legal: “[A] redução da dependência das empresas face ao crédito bancário e a dinamização do mercado

<sup>2</sup> Sobre tal noção legal pretérita, AZEVEDO, M. Luísa/ AZEVEDO, M. Rosário/ BANDEIRA, Luís/ CUNHA, Miguel, *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar – Anotado e Comentado*, 353, Bolsa de Derivados do Porto/ Instituto do Mercado de Capitais, Porto, 1996.

de capitais, incluindo os mercados de instrumentos financeiros, como fonte alternativa de financiamento, aconselham a que se aproveite a oportunidade desta intervenção legislativa no âmbito do Código dos Valores Mobiliários para esclarecer os deveres jurídicos que oneram as sociedades integradas numa relação de domínio, para efeitos da aplicação de determinados requisitos de transparência e das regras relativas ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição a que estão sujeitos os titulares de participações qualificadas em sociedades abertas cujas ações tenham sido admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou a funcionar num Estado-Membro da União Europeia. O Código dos Valores Mobiliários, na sua redação atual, corre o risco de falta de clareza e de, assim, contribuir para afastar potenciais investidores. Esta medida favorece a captação de investimento direto estrangeiro, designadamente, entidades infraestaduais estrangeiras com as suas próprias estratégias de internacionalização e de investimento".<sup>3</sup>

V. No plano *europeu*, o art. 21.º do CVM encontra o seu correspondente no art. 2.º, n.º 1, e) da "Diretiva da Transparência"<sup>4</sup>. Tendo presente que o elenco dos critérios imputativos de voto consagrados nesta Diretiva abrange, à semelhança do art. 20.º, n.º 1, b) do CVM português, "os direitos de voto detidos (...) por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou coletiva" (art. 10.º, e) da Diretiva), o legislador europeu contém uma definição geral de "empresa controlada" nos seguintes termos: "uma empresa i) na qual uma pessoa singular ou coletiva dispõe da maioria dos direitos de voto; ou ii) relativamente à qual uma pessoa singular ou coletiva tem o direito de nomear ou destituir a maioria dos membros dos órgãos de administração, gestão ou fiscalização, sendo ao mesmo tempo acionista, ou membro, da empresa em questão; ou iii) relativamente à qual uma pessoa singular ou coletiva é um acionista ou membro e controla por si só a maioria dos direitos de voto dos acionistas ou membros, respetivamente, por força de um acordo celebrado com outros acionistas ou membros da empresa em questão; ou iv) sobre a qual uma pessoa singular ou coletiva tem poder para exercer, ou exerce efetivamente, influência dominante ou controlo".<sup>5</sup>

<sup>3</sup> Sobre este enigmático preâmbulo, vide *infra* § 6 (nota 32).

<sup>4</sup> Diretiva 2004/109/CE, de 15 de dezembro, relativa à harmonização dos requisitos de transparência das informações respeitantes aos emitentes com valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado (alterada pela Diretiva 2013/50/EU, de 22 de outubro).

<sup>5</sup> SCHNEIDER, Uwe, *The Computation of Qualified Participations According to the EU – Transparency Directive*, 408, in: "Direito dos Valores Mobiliários", vol. VI, 399-415, Coimbra

VI. No plano *comparado*, são disposições congéneres do art. 21.º do CVM português os §§ 2, Abs, 26 e 34 da "Wertpapierhandelsgesetz" alemã (através do conceito de "Tochtergesellschaft")<sup>6</sup>, os arts. L.233-9 e L-233-3 do "Code de Commerce" francês ("contrôle")<sup>7</sup>, o art. 120 do TUF e o art. 118-3 do "Regolamento delle Emittenti" italiano ("società controllate")<sup>8</sup>,

Editora, Coimbra, 2006.

<sup>6</sup> O § 34 do WpHG enumera, entre os critérios imputativos relevantes, "os votos detidos por uma empresa filial", remetendo para a noção de empresa filial contida nos arts. 2.º, n.º 10 e 22.º da Diretiva 2013/34/UE, de 26 de junho. O art. 2.º da citada Diretiva define «empresa filial» (*Tochterunternehmen*) como "uma empresa controlada por uma empresa-mãe, incluindo qualquer empresa filial da empresa-mãe de que essa empresa depende em última instância" (n.º 10), sendo que por empresa-mãe se entende a "empresa que controla uma ou mais empresas filiais" (n.º 9).

<sup>7</sup> O article L233-9 refere que "sont assimilés aux actions ou aux droits de vote mentionnés au I de l'article L. 233-7 : (...) 2º Les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article L-233-3". Por seu turno, o art. L-233-3 define assim «*controlo*» (*contrôle*): "I – Toute personne, physique ou morale, est considérée, pour l'application des sections 2 et 4 du présent chapitre, comme en contrôlant une autre: 1º Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société; 2º Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société; 3º Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société; 4º Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société. II – Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. III – Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale."

<sup>8</sup> O art. 118-3 determina : "Ai medesimi fini di cui al comma 1, sono computate sia le azioni di cui sono titolari interposte persone, fiduciari, società controllate sia quelle in relazione alle quali il diritto di voto spetta o è attribuito a tali soggetti". Na falta de uma específica noção mobiliária de controlo, vale a noção geral prevista no art. 2360 do "Codice Civile", que contém a seguinte definição de *sociedade controlada* (*società controllate*): "Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato

e os arts. 125 e 131 da “Ley del Mercado de Valores” espanhola e arts. 23 e 24 do Real Decreto 1362/2007, de 19 de outubro (“controlo”).<sup>9</sup>

VII. Finalmente, cumpre ainda chamar a atenção para o facto de o art. 21.º do CVM ter consagrado, no seio do mesmo preceito, a noção legal de *duas relações* de coligação interempresarial, convocadas pela alínea b) do art. 20.º, n.º 1 – as relações de domínio (art. 21.º, nos 1 a 3) e as relações de grupo (art. 21.º, n.º 4). Conquanto tais relações de coligação tenham sido originariamente definidas no âmbito do Código das Sociedades Comerciais (CSC) – verdadeira “*sedes materiae*” da temática –, a verdade é que a sobreposição ou o paralelismo entre as noções jurídico-societária e jurídico-mobiliária é apenas parcial. Com efeito, a noção jusmobiliária de *relação de grupo*, entroncando embora essencialmente na noção jussocietária prevista nos arts. 488.º e segs. do CSC, possui um âmbito de aplicação espacial mais alargado, dada a irrelevância da localização das sedes das sociedades agrupadas (em oposição à autolimitação espacial prevista no art. 481.º, n.º 2 do CSC). Já quanto à noção jusmobiliária de *relação de domínio*, as diferenças são mais numerosas e significativas em face da noção jussocietária consagrada no art. 486.º do CSC, incluindo, tal como veremos já em seguida, o âmbito de aplicação pessoal, o âmbito de aplicação espacial, o conteúdo e as presunções.

## §2 Âmbito de Aplicação

I. Ao contrário do que sucede com as relações de domínio previstas no CSC, as relações de domínio previstas no CVM possuem um âmbito de aplicação mais vasto.<sup>10</sup>

almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati”.

<sup>9</sup> Nos termos do citado art. 23, “se entenderá por accionista, toda persona física o jurídica que posea, directa o indirectamente a través de una entidad controlada”. Por seu turno, o art. 133-1 da “Ley del Mercado de Valores” define assim «*controlo*»: “A los efectos de este capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad”.

<sup>10</sup> ANTUNES, J. Engrácia, *O Âmbito de Aplicação do Sistema das Sociedades Coligadas*, in: “Estudos em Homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Colaço”, vol. II, 953-

II. Desde logo, e por um lado, no que respeita ao seu *âmbito pessoal* de aplicação. É sabido que, nos termos do art. 481.º, n.º 1 do CSC, é qualificada como relação de domínio apenas aquela “que se estabeleça entre sociedades por quotas, sociedades anónimas e sociedades em comandita por ações”. Não assim no terreno jurídico-mobiliário, onde a relação de domínio é configurada como “a relação existente entre uma pessoa singular ou coletiva e uma sociedade” (art. 21.º, n.º 1, parte inicial, do CVM). Assim, no que tange ao respetivo *sujeito ativo*, são relevantes as relações em que a entidade dominante seja qualquer tipo de *pessoa*, quer singular ou coletiva, quer de direito privado ou público (“[...] uma pessoa singular ou coletiva [...]”): o alcance prático desta norma é significativo, já que ficam assim abrangidos pelo perímetro do art. 20.º, n.º 1, b) do CVM os direitos de voto inerentes a ações detidas por quaisquer entidades, incluindo indivíduos singulares, empresários individuais, associações, fundações, sociedades civis ou comerciais, empresas não societárias (v.g., cooperativas, agrupamentos complementares de empresas, agrupamentos europeus de interesse económico), empresas públicas (incluindo entidades públicas empresariais), e até o Estado ou outras pessoas coletivas de direito público (v.g., município). Também no que tange ao *sujeito passivo* da relação, o legislador mobiliário abrangeu as *sociedades em geral* (“[...] e uma sociedade [...]”): embora de modo menos significativo, o âmbito das relações de domínio é também mais extenso do que o da sua congénere societária, dado que serão também havidas como sociedades dependentes, para efeitos do critério imputativo de voto do art. 20.º, n.º 1, b) do CVM, não apenas as sociedades comerciais de capitais (sociedades anónimas, por quotas, em comandita por ações), mas todos os tipos societários, incluindo outros tipos de sociedades comerciais (sociedades em nome coletivo), sociedades civis (art. 980.º do CCivil) e até sociedades de tipo especial que entronquem num destes tipos comuns (v.g., sociedades de profissionais).

III. Por outro lado, no que respeita ainda ao seu *âmbito espacial* de aplicação. É sabido que, nos termos do art. 481.º, n.º 2 do CSC, são apenas relevantes as relações de domínio estabelecidas entre “sociedades que tenham a sua sede em Portugal”. Não assim no plano jurídico-mobiliário, onde relevam todas as relações de domínio “independentemente de o domicílio ou a sede [dos sujeitos dessa relação] se situar em Portugal ou no estrangeiro” (art. 21.º, n.º 1, parte final, do CVM). Graças à inexigência

975, Almedina, Coimbra, 2002; LOUREIRO, Catarina/ EREIO, J. Torres, *A Relação de Domínio ou de Grupo como Pressuposto de Facto para a Aplicação das Normas do Código das Sociedades Comerciais*, in: 30 “Actualidad jurídica Uría Menéndez” (2011), 46-61.

de qualquer conexão espacial específica entre os sujeitos da relação e o território português, o legislador mobiliário acabou por conferir relevo, quer às relações absolutamente internas (isto é, cujos sujeitos ativo e passivo possuem o respetivo domicílio ou sede em Portugal), quer às relações absolutamente internacionais (isto é, em que um dos sujeitos possui domicílio ou sede em território português e o outro em território estrangeiro), quer até às relações alheias à ordem jurídica portuguesa (em que ambos os sujeitos possuem domicílio ou sede fora de Portugal).

IV. Finalmente, no que respeita ao âmbito *objetivo* de aplicação, ao passo que as relações de domínio societárias se centram na titularidade do capital social e das ações (art. 486.º, n.º 2, a) do CSC), as relações de domínio mobiliárias centram-se exclusivamente na titularidade de direitos de voto (cf. arts. 20.º, n.º 1, b) e 21.º, n.º 2, a) do CVM): tal significa que, para efeitos da imputação de voto ao abrigo deste critério imputativo, apenas relevam as ações com direito de voto, com exclusão das ações não votantes (“maxime”, ações preferenciais sem voto). Mais controversa é a questão de saber qual a relevância a atribuir às ações cujos direitos de voto se encontram suspensos: v.g., ações próprias (art. 324.º, n.º 1, a) do CSC), ações sobre cujos direitos de voto incidam limitações estatutárias de exercício (art. 384.º, n.os 2 e 3 do CSC) ou inibições de voto (art. 192.º do CVM, art. 105 do RGIC), etc.<sup>11</sup>

### §3 A Influência Dominante

I. O art. 21.º, n.º 1 do CVM define relação de domínio como a relação estabelecida entre uma pessoa e uma sociedade na qual “aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante”.

II. Da simples leitura da definição legal retira-se de imediato que, à semelhança do legislador societário (art. 486.º, n.º 1 do CSC), o legislador mobiliário erigiu o conceito de *influência dominante* no pressuposto constitutivo fundamental da figura do domínio: em termos muito genéricos, entende-se por “influência dominante” *a possibilidade de que uma sociedade*

<sup>11</sup> Sobre esta questão, a que o art. 16.º, n.º 3, b) do CVM veio responder para o caso específico do dever de comunicação das participações qualificadas, vide CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 181 e ss., in: 7 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2000), 161-192; SANTOS, H. Moredo, *Transparência, OPA Obrigatoria e Imputação de Direitos de Voto*, 387 e ss., Coimbra Editora, Coimbra, 2011.

*dispõe de impor de modo estável o cunho da respetiva vontade no seio da estrutura organizativa de outra sociedade*, através da determinação do sentido das decisões dos respetivos órgãos deliberativos e, mediatamente, das decisões dos respetivos órgãos de administração<sup>12</sup>. O conteúdo e o alcance desta noção fundamental carecem de alguns esclarecimentos supplementares.

III. Por um lado, a lei não exige o exercício efetivo ou atual da influência dominante, bastando-se com a mera *potencialidade* desse exercício: ao estipular que existirá uma relação de domínio juridicamente relevante sempre que uma pessoa “pode exercer” sobre uma sociedade uma influência dominante (art. 21.º, n.º 1 do CVM), o legislador mostrou ser suficiente que a pessoa dominante detenha a possibilidade de exercer essa influência sobre a sociedade dependente, sendo indiferente se dela faz uso efetivo ou não.<sup>13</sup>

IV. Por outro lado, o legislador português veio abranger aqui, em via geral e abstrata, todos os *instrumentos* relevantes de criação da influência dominante geralmente aceites na doutrina e jurisprudência nacionais e estrangeiras: aí se incluem instrumentos de natureza societária (v.g., participações de capital, cláusulas estatutárias), de natureza contratual (v.g., acordos parassociais, contratos de subordinação, contratos de empresa), ou até, em certas circunstâncias particulares, de natureza puramente fáctica ou económica (v.g., uniões pessoais entre as administrações sociais)<sup>14</sup>. É certo que, no n.º 2 do art. 21.º do CVM, o legislador português consagrou três presunções legais da existência de uma relação de domínio, a que correspondem outros tantos instrumentos de domínio (titularidade de maioria de votos, titularidade parassocial de poder maioritário de voto, titularidade de poder de designação maioritária dos órgãos de administração e fiscalização social). Todavia, tais instrumentos desempenham fundamentalmente uma função jurídico-processual no quadro do conceito legal em apreço, de modo algum precludindo que a influência dominante, prevista no seu n.º 1 – e, com ela, o surgimento de uma relação de domínio

<sup>12</sup> ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 451 e ss., Almedina, Coimbra, 2002.

<sup>13</sup> Daí que relevante seja apenas o fator *objetivo* da existência de tal possibilidade, quando os aspectos subjetivos associados ao seu exercício (v.g., se o ente dominante pretende utilizar ou não essa possibilidade, se o fez na estrita observância do interesse próprio da sociedade dependente ou não) fora da consideração da lei. ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 454 e ss., Almedina, Coimbra, 2002.

<sup>14</sup> Sobre tais instrumentos, cuja idoneidade como fonte de uma influência dominante é variável e apenas caso a caso poderá ser determinada, vide desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 483 e ss., Almedina, Coimbra, 2002.

– possa ter a sua fonte noutrios instrumentos atípicos, não previstos no elenco legal de presunções.

V. Por fim, a lei reputou também indiferentes as *modalidades concretas* do exercício da influência dominante. Com vista a garantir a eficácia dos seus próprios comandos e evitar o respetivo defraudamento pelos potenciais destinatários, o legislador abrangeu aqui expressamente os casos de *domínio direto* e de *domínio indireto* (“[...] aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante”): deste modo, deve ser considerado irrelevante para estes efeitos se o(s) instrumento(s) de suporte da influência dominante é (são) detido(s) diretamente pelo respetivo titular (v.g., titularidade formal das ações ou votos) ou indiretamente através de um interposto terceiro (art. 483.º, n.º 2 do CSC). Muito embora a lei não lhes faça referência expressa, devem considerar-se indistintamente abrangidos os casos de *domínio exclusivo* e *domínio conjunto* – não relevando igualmente se o instrumento de domínio é detido solitariamente por um único titular ou conjuntamente por dois ou vários sujeitos.<sup>15</sup>

#### §4 As Presunções de Domínio

I. Paralelamente à cláusula geral da influência dominante, o legislador do CVM veio prever três presunções da existência de uma relação de domínio: “Existe, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou coletiva: a) Disponha da maioria dos direitos de voto; b) Possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial; c) Possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização” (art. 21.º, n.º 2).

II. Ao invés do CSC (cujo art. 486.º, n.º 2 previu um elenco congénere de presunções de natureza relativa ou “*iuris tantum*”)<sup>16</sup>, as presunções do art. 21.º, n.º 2 do CVM constituem indubitavelmente *presunções absolutas* ou “*iuris et de iure*” (“[...] em qualquer caso [...]”): tal significa dizer que, uma vez alegado e provado um dos instrumentos previstos no citado elenco (disponibilidade de maioria de votos, poder parassocial de exercício

<sup>15</sup> ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 543 e ss., Almedina, Coimbra, 2002. Cf. ainda *infra* § 5 (IV).

<sup>16</sup> Sobre a natureza relativa destas presunções, e os circunstancialismos conducentes ao respetivo afastamento, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 553 e ss., Almedina, Coimbra, 2002.

cio de maioria de votos, poder de designação maioritária de membros dos órgãos sociais), tem-se como automaticamente demonstrada a existência de uma relação de domínio, sem que seja admissível o seu afastamento mediante apresentação de prova em contrário<sup>17</sup>. Pode assim dizer-se que, no universo geral dos instrumentos jurídico-económicos suscetíveis de ser fonte de influência dominante sobre uma sociedade, existem instrumentos que permitem fundar “*ipso iure*” e inilidivelmente essa influência (os referidos no citado elenco de presunções do n.º 2), sendo que relativamente aos demais (por exemplo, uma participação minoritária de capital ou votos, um vínculo contratual especial, um “*interlocking directorate*”) haverá que ser feita demonstração positiva de que eles terão constituído, no caso concreto, fonte dessa mesma influência para o seu titular.

## §5 As Relações de Domínio Plural

I. Em teoria, as relações de domínio revestirão um carácter direto e bilateral. Com efeito, o regime jurídico previsto nos arts. 20.º, n.º 1, b) e 21.º do CVM vai formulado a pensar numa situação-regra na qual uma pessoa (dominante) exerce direta e imediatamente uma influência dominante sobre uma sociedade (dependente): trata-se, pois, de relações estabelecidas diretamente entre sujeitos dominante e dependente (relações diretas) e envolvendo apenas esses dois sujeitos (relações bilaterais). Quer isto dizer que, na falta de disposição expressa em sentido contrário, apenas são aqui juridicamente relevantes as *relações diretas* (“*unmittelbare Unternehmensverbindungen*”<sup>18</sup>) e *bilaterais* (“*bilaterale Verhältnisse*”<sup>19</sup>), mas não já aquelas relações que se constituam indiretamente ou reflexamente. Assim, por exemplo, se A detém duas participações de 60% respetivamente no capital da sociedade B e da sociedade C, estaremos perante uma relação de domínio entre A e B, de um lado, e uma outra relação de

<sup>17</sup> Sobre a natureza absoluta destas presunções, vide CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 177 e s., in: 7 “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*” (2000), 161-192; RESENDE, J. Mattamouros, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, 139, UCP Editora, Almedina, 2010. Em sentido oposto, sustentando a sua natureza relativa para efeito das OPA obrigatorias, SANTOS, H. Moredo, *Transparência, OPA Obrigatoria e Imputação de Direitos de Voto*, 424 e ss., Coimbra Editora, Coimbra, 2011.

<sup>18</sup> WÜRDINGER, Hans, *Aktiengesetz*, Bd. I/I, 134, 4. Aufl., Walter de Gruyter, Berlin-New York, 1970.

<sup>19</sup> KOPPENSTEINER, Hans-Georg, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 6 (§§ 291-328), 53, 2. Aufl., Carl Heymanns, Köln, 2004.

domínio entre A e C, do outro, mas já não subsistirá qualquer relação entre B e C.<sup>20</sup>

II. A realidade empresarial é, porém, bem mais rica<sup>21</sup>. De facto, especialmente no domínio das grandes sociedades abertas, tornaram-se frequentes os casos em que a relação de domínio assume diferente configuração – por serem várias, e não apenas duas, as entidades nela envolvidas –, e em que o exercício da influência dominante ou dos instrumentos do domínio diverge consequentemente daquela situação-regra, já porque tal influência é exercida indiretamente pela sociedade dominante sobre a dependente através da interposição de uma outra ou outras sociedades dominantes/dependentes (*domínio plural vertical*), já porque tal influência é exercida conjuntamente por duas ou mais sociedades dominantes sobre uma sociedade dependente (*domínio plural horizontal*), já porque tal influência é exercida simultaneamente por e/ou sobre várias sociedades, dominantes e dependentes (*domínio e dependência múltiplo*).

III. Por *domínio plural vertical* – também por vezes chamado domínio “em cascata” ou “piramidal” – designa-se genericamente aquele caso em que uma sociedade exerce uma influência dominante sobre uma outra sociedade, a qual, por seu turno, exerce um mesmo tipo de influência sobre uma terceira sociedade, e assim sucessivamente, estabelecendo-se uma cadeia piramidal ou “em cascata” de domínios<sup>22</sup>. Na verdade, como já atrás foi posto em destaque<sup>23</sup>, o domínio ou influência dominante, jurídico-mobiliariamente relevante, pode ser exercido “direta ou indire-

<sup>20</sup> Neste sentido, ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 317 e ss., Almedina, Coimbra, 2002; OLIVEIRA, A. Perestrelo, *Manual de Grupos de Sociedades*, 55 e ss., Almedina, Coimbra, reimpressão, 2018.

<sup>21</sup> Por mera comodidade de exposição, referir-nos-emos em seguida ao caso paradigmático das relações de domínio entre sociedades, sem prejuízo da já assinalada possibilidade de a entidade dominante revestir a forma de uma pessoa singular ou de qualquer tipo de pessoa coletiva (cf. *supra* § 2 (II)).

<sup>22</sup> Sobre o domínio plural vertical (“*mehrstufige Unternehmensverbindungen*”), vide monograficamente BERNWALD, Arno, *Mehrstufige Unternehmensverbindungen aus Sicht des Aktiengesetzes*, Diss., Heidelberg, 1974. Entre nós, ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 317 e ss., Almedina, Coimbra, 2002; CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 176 e s., in: 7 “*Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*” (2000), 161-192; OLIVEIRA, A. Perestrelo, *Manual de Grupos de Sociedades*, 55 e ss., Almedina, Coimbra, reimpressão, 2018; RESENDE, J. Mattamouros, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, 137 e ss., UCP Editora, Almedina, 2010.

<sup>23</sup> Cf. *supra* § 3 (V).

tamente" (art. 21.º, n.º 1 do CVM). Teremos um *domínio direto* quando a sociedade dominante é titular formal, em nome e por conta própria, dos instrumentos sobre os quais se alicerça o domínio exercido ou exercitável sobre a sociedade dependente (v.g., maioria de votos). Teremos um domínio *indireto* quando a sociedade dominante exerce ou pode exercer tal domínio graças à interposição de certos terceiros que, sendo titulares formais dos instrumentos de domínio, o legislador imputou à titularidade "material" ou "indireta" daquela: muito embora a lei mobiliária não o tenha dito expressamente, deve considerar-se que os terceiros relevantes para estes efeitos são os referidos no art. 483.º, n.º 2 do CSC, aqui subsidiariamente aplicável, incluindo assim as sociedades em relação de domínio, as sociedades em relação de grupo e as pessoas que atuam por conta de outrem.

IV. Ora, o domínio indireto pode dar origem a relações de domínio múltiplo vertical. Assim, e por um lado, se a sociedade A é titular de 60% dos votos da sociedade B e esta, por sua vez, é titular de 60% dos votos da sociedade C, então A domina diretamente B (art. 21.º, n.º 2, a) do CVM) e indiretamente C (art. 21.º, n.ºs 1 e 2, a) do CVM, art. 483.º, n.º 2 do CSC): estaremos aí perante uma relação de *domínio vertical de primeiro grau*, na qual uma mesma sociedade dominante (A) se encontra simultaneamente em relação de domínio com uma sociedade-filha (B) e uma sociedade-neta (C). Por outro lado, podem ser várias, e não apenas uma, as sociedades que compõem a cadeia de domínio e que se interpõem entre a sociedade dominante e a sociedade dependente que ocupa o derradeiro lugar dessa cadeia: retomando o exemplo anterior, se C tiver assegurado parassocialmente a maioria dos votos da sociedade D (art. 21.º, n.º 2, b) do CVM) e esta última tiver o poder de designar a maioria dos administradores da sociedade E (art. 21.º, n.º 2, c) do CVM), prefigura-se também uma *relação de domínio vertical de segundo grau* entre A e D e *de terceiro grau* entre A e E ("Kettenwirkung").

Por fim, é mister advertir para o facto de a fisionomia concreta assumida pelas relações de domínio múltiplo vertical poder revestir uma extraordinária *complexidade e variedade* no mundo vivo das sociedades comerciais, que ao intérprete não é sequer possível vislumbrar e cuja riqueza apenas a casuística judicial poderá vir a pôr inteiramente a descoberto<sup>24</sup>. Assim, e

<sup>24</sup> Assim também Eckard REHBINDER, "Die Entstehung und Gestaltungsformen mehrstufiger Unternehmensverbindungen sind vielfältig" (*Gesellschaftsrechtliche Probleme mehrstufiger Unternehmensverbindungen*, 583, in: 6 "Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht" (1977), 581-649.

por uma banda, basta pensar que o domínio indireto *não implica a absorção do domínio direto* em que aquele justamente se apoia: voltando ao nosso exemplo, tal significa dizer que, paralelamente às várias relações de domínio estabelecidas por via indireta (A-C, A-D, A-E, B-D, B-E, C-E), subsistem também as relações de domínio direto que constituem a base da cadeia de imputações (A-B, B-C, C-D, e D-E), todas elas sendo qualificadas como relações de domínio à luz do art. 21.º do CVM e ficando sujeitas às consequências jurídicas associadas pela lei a tais relações<sup>25</sup>. Por outra banda, o domínio indireto – e assim, por tabela, o domínio múltiplo vertical – pode resultar, outrossim que da interposição de sociedades em relação de domínio, também de sociedades em relação de grupo e de pessoas que detenham as ações e votos por conta da sociedade dominante: v.g., se a sociedade A for titular de 100% do capital da sociedade B ou com ela tiver celebrado contrato de subordinação (relação de grupo: cf. arts. 488.º e segs. do CSC), sendo que B é titular de um direito de designação maioritário dos membros dos órgãos sociais da sociedade C (arts. 21.º, n.º 1 e n.º 2, a) do CVM, art. 483.º, n.º 2 CSC), ter-se-á estabelecido igualmente uma relação de domínio entre a sociedade dominante A e a sociedade dependente C.

V. Por *domínio plural horizontal* – também conhecido como domínio “conjunto” ou domínio horizontal (“mehrzahl Abhängigkeit”, “controllo congiunto”, “contrôle conjoint”) – designa-se genericamente aquele caso em que uma mesma sociedade é dominada conjunta ou simultaneamente por duas outras sociedades que são independentes entre si. Esta modalidade de domínio plural ou múltiplo encontra a sua clara cristalização prática no fenómeno das chamadas “filiais comuns”, ou seja, daquelas empresas em cujo capital e/ou votos participam paritariamente duas outras sociedades independentes (“joint ventures”, “Gemeinschaftsunternehmen”, “filiales communes”), sendo, todavia, discutido se e quando existirá aqui domínio plural conjunto.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Neste sentido, ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 541, Almedina, Coimbra, 2002; CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 176, in: 7 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2000), 161-192; OLIVEIRA, A. Perestrelo, *Manual de Grupos de Sociedades*, 55 e ss., Almedina, Coimbra, reimpressão, 2018.

<sup>26</sup> Deste domínio conjunto *em sentido próprio* distingue-se, pois, o domínio conjunto em sentido impróprio, que é consequência das relações de domínio múltiplo vertical (exemplo: A domina B e esta C, logo C é simultaneamente dependente de A e B), cuja admissibilidade não pode suscitar dúvidas, nos termos atrás vistos. O caso agora considerado é distinto, constituindo exemplo lídimo as chamadas “filiais 50:50” (“fifty-fifty subsidiaries”, na

VI. Em linha com o que sustentámos noutras locais, haverá que distinguir. O princípio de base orientador neste terreno deverá ser o de que existirá “domínio conjunto” sempre que as sociedades-mãe (codominantes) hajam assegurado, de modo duradouro e estável, um exercício coordenado e unitário dos respetivos direitos de voto no quadro dos órgãos sociais da empresa comum, “maxime”, no plano das deliberações estratégicas da Assembleia Geral e da composição dos órgãos de administração desta (v.g., mediante a celebração de acordo parassocial de coordenação, a conclusão de contrato de grupo paritário, a criação de sociedade gestora de participações sociais para a qual transfiram as respetivas participações, etc.). Em contrapartida, já assim não será quando, apesar de o capital social da filial comum ser paritariamente detido por duas sociedades, apenas uma delas dispuser de um poder maioritário de voto (v.g., em virtude de a participação de uma delas ser constituída por ações preferenciais sem voto) – caso em que de um domínio individual e solitário, e não de um domínio plural e conjunto, haverá que falar – ou aquelas sociedades atuem no contexto da filial comum de forma completamente independente e descoordenada – caso em que não se poderá sequer falar de domínio, uma vez que o respetivo poder paritário de voto se vem, afinal, a anular ou bloquear reciprocamente.<sup>27</sup>

VII. Finalmente, vai ainda a tempo de advertir para o facto de a existência de uma pluralidade dos sujeitos intervenientes numa relação de domínio, tanto relativamente ao seu lado ativo (sociedade dominante) quanto ao seu lado passivo (sociedade dependente), poder originar a formação de situações de *domínio múltiplo* (de natureza cumulativa, cruzada, circular ou radial), algumas das quais resultam já de outras constelações de hipóteses atrás abordadas. A título de exemplo, e abstraindo das vicissitudes particulares da sua disciplina legal específica, são assim concebíveis situações de domínio *cumulativo* – se A domina B e esta, por seu turno, domina C, C é simultaneamente dependente de A e B –, de domínio *simultâneo* ou paralelo – no mesmo exemplo, B constituirá, ao mesmo tempo, uma sociedade dominante (relativamente a C) e dependente (em relação a A) –, de *domínio circular* – se A domina B, B domina C e C domina A, cada

terminologia anglo-saxónica), cujo capital social é detido total e igualitariamente por duas sociedades independentes entre si: por exemplo, se as sociedades A e B são titulares cada uma de 50% das ações da sociedade anónima C, poderá esta última considerar-se como dependente de ambas?

<sup>27</sup> Sobre a questão, desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto – A Propósito do Caso “António Champalimaud-Banco Santander”*, 74 e ss., UCP Editora, Porto, 2000.

uma das sociedades é dominante e dependente das demais –, de domínio *cruzado* – se A é titular da maioria dos votos de B, e B, sendo titular de 15% dos votos de A, pode ainda contar, graças a acordo parassocial, com os votos detidos por C e D em A, no montante de 20% cada, então A e B são simultaneamente, entre si, sociedades dominante e dependente – e de domínio *radial* – se A domina B, C, e D, cada uma das quais é titular de uma participação de 20% de votos em E, então A domina E, embora nenhuma das demais sociedades dependentes o faça.

## §6 O Art. 21.º, n.º 3 do CVM

I. Especial destaque merece o n.º 3 do art. 21.º do CVM, que foi introduzido à versão originária do preceito através do *Decreto-Lei n.º 77/2017*, de 30 de junho – o qual constitui o objeto precípua destas breves reflexões em torno do conceito jusmobiliário de domínio<sup>28</sup>. Este preceito dispõe o seguinte: “Para efeitos do disposto no número anterior, sem prejuízo da imputação de direitos de voto à pessoa que exerce influência dominante, as relações de domínio existentes entre a mesma pessoa singular ou coletiva e mais do que uma sociedade são consideradas isoladamente”.<sup>29</sup>

II. No essencial, este preceito tem em vista estabelecer *o regime ou efeitos das relações de domínio plural*, nas quais uma pessoa singular ou coletiva é titular de um domínio sobre duas ou mais sociedades. Estão aqui assim abrangidos, quer os casos de *domínio plural propriamente dito* (também designado por domínio plural vertical) – onde uma sociedade encabeça uma cascata piramidal de sucessivas relações de domínio com sociedades direta e indiretamente dependentes: v.g., A domina B, B domina C, C domina D, logo A é titular de várias relações de domínio por via direta e indireta (A-B, A-C, A-D), sendo que as demais sociedades dependentes também o são (B-C, B-D, C-D) –, quer ainda os casos de *pluralidade de relações de domínio* – onde uma sociedade possui simultaneamente várias relações de domínio paralelas e independentes entre si: v.g., se A domina B, C e D, sem que estas últimas tenham qualquer relação entre si, apenas A será titular de relações de domínio (A-B, A-C, A-D), sem que entre as sociedades dependentes subsista qualquer relação.

<sup>28</sup> Cf. já *supra* § 1 (IV).

<sup>29</sup> Sobre o sentido deste preceito, vide, por último, OLIVEIRA, A. Perestrelo, *A Imputação de Votos nas Relações de Domínio e de Grupo: O Sentido do novo n.º 3 do Artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários*, in: 10 “Revista de Direito das Sociedades” (2018), 9-27.

III. São *dois* os aspectos nodais do regime dessas relações de domínio plural: a imputação de votos em sentido unívoco ou ascendente (com exclusão da imputação em sentido descendente) e em sentido isolado ou bilateral (com exclusão da imputação em sentido plurilateral).

IV. O primeiro aspecto diz respeito à *imputação dos votos em sentido unívoco e ascendente*. Ao ressalvar expressamente que o regime legal é aplicável “sem prejuízo da imputação de direitos de voto à pessoa que exerce influência dominante” (cf. art. 21.º, n.º 3, “ab initio”), o legislador veio determinar que, no âmbito das relações de domínio plural, a imputação de votos é unidirecional, mediante a imputação dos votos detidos por sociedades dependentes à respetiva entidade dominante (sentido ascendente), e já não bidirecional, excluindo-se, por conseguinte, a imputação dos votos detidos pela entidade dominante às respetivas sociedades dependentes (sentido descendente).

Tal significa que, qualquer que seja a modalidade do domínio plural, a pessoa singular ou coletiva que é titular do domínio será também havida, para efeitos do art. 20.º, n.º 1, b) do CVM, como titular da totalidade dos direitos de voto detidos pelas sociedades suas dependentes<sup>30</sup>. Suponhamos que A detém 51% dos votos da sociedade B e que B detém 51% dos votos de C, sendo ainda que C é titular de uma participação de 15% do capital e votos da sociedade aberta X: a entidade dominante A estará em relação de domínio plural vertical com a sua dependente C (art. 21.º, n.º 2, a) do CVM), sendo assim imputados a A os votos de X detidos por C. Mas *o inverso já não será verdadeiro*. Suponha-se que, no mesmo exemplo, era A que era titular da referida participação de 15% na sociedade aberta X: nesse caso, apesar da existência de uma relação de domínio entre tais sociedades, os votos detidos por A em X não seriam imputáveis a nenhuma das suas dependentes B e C.

V. Pode assim dizer-se que o novo preceito veio apenas confirmar o entendimento que já era sustentado na doutrina no âmbito da vigência da versão originária do art. 21.º do CVM<sup>31</sup>. Com efeito, antes da recente intro-

<sup>30</sup> Muito embora a lei fale de “influência dominante”, deve considerar-se indiferente, para estes efeitos, se a relação de domínio tem a sua origem numa “influência dominante” ao abrigo do art. 21.º, n.º 1 do CVM ou numa “presunção de domínio” ao abrigo do art. 21.º, n.º 2 do CVM. Sobre a questão, vide *supra* § 3.

<sup>31</sup> Sublinhe-se que, “summo rigore”, o âmbito de aplicação do preceito não é tão vasto quanto parece nas relações de domínio plural vertical, onde a existência de *várias relações de domínio* sucessivas pode constituir uma fonte autónoma de imputação de votos entre as sociedades dominante e dependente. Suponha-se que A domina B, B domina C, C

dução do citado n.º 3, era discutido entre os autores a questão de saber se, no âmbito de uma relação de domínio, a imputação de votos é apenas *unidirecional* ou unívoca – isto é, funciona apenas em sentido ascendente, permitindo exclusivamente a imputação dos direitos de voto detidos pela sociedade dependente à sua dominante ou dominantes – ou se é também *bidirecional* ou biunívoca – isto é, funciona em ambos os sentidos, ascendente ou descendente, permitindo assim também que os votos detidos pela dominante sejam imputados à sua dependente ou dependentes. Ora, os elementos interpretativos disponíveis apontavam já no primeiro dos sentidos.<sup>32</sup>

VI. Desde logo, e em primeiro lugar, o *elemento histórico*. Com efeito, o legislador português chegou a admitir expressamente um sistema de imputação bidirecional no âmbito do direito pretérito: o art. 346.º, n.º 1, c) do “Código do Mercado de Valores Mobiliários” de 1991 dispunha que seriam objeto de imputação, para além dos votos detidos por sociedades em relação de domínio ou de grupo, também os votos detidos “por quaisquer outras sociedades que se encontrem direta ou indiretamente em relação de domínio ou de grupo com estas últimas”; além disso, de forma ainda mais explícita, o art. 525.º, n.º 2, d) do mesmo diploma considerava também imputáveis a uma sociedade os votos detidos por “pessoa singular ou coletiva de que (tal sociedade) dependa, direta ou indiretamente”. Era então sustentável que os votos detidos pelos titulares de um domínio societário (“maxime”, uma sociedade dominante) pudessem ser também imputados às próprias sociedades dependentes, conferindo assim relevância imputativa descendente às relações de domínio múlti-

domina D e D é titular de uma participação de 15% do capital e votos de sociedade aberta Y: neste caso, atenta a existência de uma cadeia vertical de relações de domínio diretas e indiretas (v.g., A-D, B-D, C-D), os direitos de voto detidos por D em Y serão imputáveis, simultaneamente, à dominante de 3.º grau A, à dominante de 2.º grau B, e à dominante direta ou de 1.º grau C.

<sup>32</sup> Desta perspetiva, mostra-se enigmático o sentido a atribuir ao preâmbulo do diploma legal que introduziu o novo n.º 3, especialmente quando este associa tal introdução com a necessidade de esclarecer os deveres das sociedades em relação de domínio em sede de transparência e de OPA obrigatoria, ou de favorecer a captação do investimento estrangeiro (cf. *supra* § 1 (IV)). Quando muito, poder-se-á compreender o objetivo de “clareza” que também é nele mencionado, tendo porventura o legislador pretendido assim deixar fixado, “preto no branco”, qual o seu entendimento relativo às questões respeitantes à imputação de votos suscitadas pela interpretação e aplicação do art. 21.º do CVM, em análise no texto (imputação unidirecional “versus” bidirecional, imputação independente “versus” bilateral). Criticamente, OLIVEIRA, A. Perestrelo, *A Imputação de Votos nas Relações de Domínio e de Grupo: O Sentido do novo n.º 3 do Artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários*, 10, in: 10 “Revista de Direito das Sociedades” (2018), 9-27.

plo vertical<sup>33</sup>. Ora, a eliminação de quaisquer referências semelhantes no âmbito do atual CVM, que não previu quaisquer imputações descendentes ou “de cima para baixo”, concorre no sentido de o legislador português atual ter querido apenas atribuir relevância à imputação unidirecional e ascendente.<sup>34</sup>

VII. De resto, esta interpretação histórica está em linha com o *direito europeu*, já que o art. 10.º da “Diretiva da Transparência” – a qual, como é sabido, serviu de fonte próxima do art. 20.º do CVM português – se refere exclusivamente à imputação dos direitos de voto detidos por “empresa controlada” (art. 10.º, d)), donde resulta inequivocamente que, nas relações de domínio (ou de controlo, na terminologia europeia), apenas foram tidas como admissíveis as imputações em sentido ascendente (dos votos da controlada à controlante) e não o inverso: ora, segundo jurisprudência firmada pelo TJCE desde o acórdão “Marleasing”, a interpretação das leis nacionais de transposição deve ser feita de acordo com a letra e o espírito das diretivas transpostas<sup>35</sup>. E é esse ainda o entendimento dominante no *direito comparado* para preceitos e critérios imputativos idênticos ao do art. 20.º, n.º 1, b) do CVM. Apenas a título de exemplo, pense-se no § 34, Abs. 1(1) da “Wertpapierhandelsgesetz” alemã, que determina serem imputáveis a uma sociedade-mãe (“Muttergesellschaft”) os direitos de voto detidos por uma sociedade-filha (“Tochtergesellschaft”): ora, a doutrina germânica é também concorde em afirmar que “os direitos de voto das sociedades filhas são imputáveis à sociedade-mãe, mas inversamente os direitos de voto da sociedade-mãe e das sociedades-irmãs não são imputáveis às sociedade-filhas” (Heinz-Dieter ASSMANN/ Uwe SCHNEIDER).<sup>36</sup>

VIII. Em segundo lugar, no mesmo sentido concorria ainda um *elemento teleológico*. Com efeito, é hoje genericamente reconhecido que o sen-

<sup>33</sup> Tal solução, de resto, era já então criticada por alguma doutrina: assim CASTRO, C. Osório, *Os Casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição*, 55, in: AA.VV., “Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários”, 9-77, Edifisco, Lisboa, 1992.

<sup>34</sup> Atribuindo igualmente tal sentido à supressão de referências semelhantes às previstas na parte final dos arts. 346.º, n.º 1, c) e 525.º, n.º 2, d) do anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários, vide CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 183, in: 7 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2000), 161-192.

<sup>35</sup> Cf. CORDEIRO, A. Menezes, *Direito Europeu das Sociedades*, 81 e ss., Almedina, Coimbra, 2005.

<sup>36</sup> *Wertpapierhandelsgesetz*, 1098., 6. Aufl., Otto Schmidt, Köln, 2012.

tido e finalidade fundamental do art. 20.<sup>º</sup> do CVM reside em imputar a determinada pessoa singular ou coletiva os direitos de voto, detidos por um acionista de sociedade aberta, cujo exercício se considere ser ou poder ser influenciado por tal pessoa, por mor da transparência da estrutura acionista daquelas sociedades, da proteção do mercado de capitais e dos seus investidores, e da própria eficácia das normas mobiliárias: os critérios imputativos previstos no elenco legal constituem assim um conjunto de situações típicas assentes nessa lógica de perigo de influência<sup>37</sup>. Não surpreende, pois, que a generalidade da doutrina viesse já considerando que, *em regra*, a imputação de votos será exclusivamente unidirecional ou “únivoca”: por exemplo, no caso do critério da alínea a) (detenção fiduciária ou por conta), se a lei imputa ao terceiro-fiduciante os direitos de voto detidos por um acionista-fiduciário em virtude de aquele estar em condições de influenciar o exercício destes, que sentido faria continuar a atribuir tais votos ao próprio fiduciário ou como poderá ele influenciar o exercício do próprio fiduciante?<sup>38</sup> Algo de semelhante, portanto, haveria de ser dito a respeito da relações de domínio: “*ex definitione*”, são as sociedades dominantes que estão em condições de influenciar o exercício dos direitos de voto detidos pelas suas dependentes, sendo inverosímil em regra, tanto de um ponto de vista fático quanto jurídico, que estas últimas possam influir no exercício dos direitos detidos pelas primeiras. Como refere Carlos OSÓRIO DE CASTRO, “só a imputação em sentido ascendente está conforme com a lógica das coisas, precisamente por ser evidente que

<sup>37</sup> Sobre esta “ratio”, CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 167, in: 7 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2000), 161-192; SILVA, P. Costa, *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, 255, in: AA.VV., “Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira”, 243-282, Almedina, Coimbra, 2007. Daí que haja autores que cheguem a qualificar o art. 20.<sup>º</sup> do CVM como uma norma de “perigo abstrato”, ou seja, em que a imputação a uma pessoa de direitos de voto alheios resulta “do perigo, abstratamente considerado, de esta influenciar o exercício do direito de voto” (CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 453, 3<sup>a</sup> edição, Almedina, Coimbra, 2016).

<sup>38</sup> Considerando igualmente que a imputação revestirá, em princípio, uma natureza unidirecional e não recíproca, no caso da generalidade dos critérios do elenco legal, vide BAPTISTA, D. Farto, *A Actuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, 227 e ss., Universidade Católica, Porto, 2016; CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 549, 3<sup>a</sup> edição, Almedina, Coimbra, 2016; SANTOS, H. Moredo, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 397 e ss., Coimbra Editora, Coimbra, 2011; para o caso específico do critério do art. 20.<sup>º</sup>, n.<sup>º</sup> 1, b) do CVM (“relações de domínio e de grupo”), CASTRO, C. Osório, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 182 e ss., in: 7 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2000), 161-192.

uma sociedade dependente não tem qualquer influência sobre os votos inerentes aos valores mobiliários detidos pela sua dominante".<sup>39</sup>

IX. Em terceiro lugar, apontando igualmente no mesmo sentido, encontramos o *elemento sistemático*. Com efeito, a questão em análise não é exclusiva do sistema de imputação previsto nos arts. 20.º e 21.º do CVM, colocando-se também no contexto de outros preceitos paralelos que preveem critérios imputativos idênticos. Tal o caso do art. 483.º, n.º 2, do CSC: segundo esta norma, para efeitos do cômputo da titularidade de participações sociais, consideram-se imputáveis a uma sociedade (dominante) as ações ou quotas detidas por uma ou mais sociedades (dominadas ou dependentes) que direta ou indiretamente com ela estejam em relação de domínio. Ora, a doutrina societária é também concorde em atribuir exclusivamente uma relevância imputativa unidirecional e ascendente a tal relação: nas palavras de Ana PERESTRELO DE OLIVEIRA, "como é claro, apenas as participações da dominada são imputáveis à dominante; as participações detidas pela dominante não são imputadas à dominada. A "ratio legis" é evidente: só no primeiro caso, existe poder de controlo, ainda que indireto, sobre a dominada".<sup>40</sup>

X. A encerrar, falta ainda referirmo-nos ao segundo, e último, dos aspectos do regime das relações de domínio plural visado pelo art. 21.º, n.º 3 do CVM: a imputação de votos em *sentido independente ou bilateral*. Ao afirmar que "as relações de domínio (...) são consideradas isoladamente" (cf. art. 21.º, n.º 3, "in fine", do CVM), o legislador veio esclarecer que, nos casos de uma pluralidade de relações de domínio, a imputação de votos opera de forma isolada ou bilateral, e não de forma reflexa ou plurilateral.

Suponhamos que A é titular de 51% dos votos de B e de 51% dos votos de C, sendo que B e C detêm, cada uma, uma participação de 15% na sociedade aberta Z: a entidade dominante A possuirá uma relação de domínio com B e uma outra com C (art. 21.º, n.º 2, a) do CVM), sendo-lhe assim imputada a totalidade dos votos detidos por tais dependentes B e C em Z (30%). *Mas o mesmo já não se pode dizer relativamente às próprias sociedades dependentes entre si*. Dado que as relações de domínio existentes entre A-B e A-C devem ser "consideradas isoladamente" (art. 21.º, n.º 3 do CVM)

<sup>39</sup> A *Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, 182, in: 7 "Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários" (2000), 161-192

<sup>40</sup> *Manual de Grupos de Sociedades*, 56, Almedina, Coimbra, reimpressão, 2018. Vide também ANTUNES, J. Engrácia, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 346 e ss., Almedina, Coimbra, 2002.

para efeitos do critério imputativo da alínea b) do art. 20.º, n.º 1 do CVM (“relações de domínio”), então o valor agregado dos votos imputáveis à dominante A já não será imputável a nenhuma das sociedades dependentes B e C<sup>41</sup>. Por outras palavras, no caso de coexistência de uma pluralidade de relações de domínio simultâneas e paralelas, a imputação de votos funciona de novo apenas em sentido ascendente – de cada uma das sociedades-filhas (“dependentes”) para a sociedade-mãe (“dominante”) – mas não num sentido lateral ou horizontal – entre as próprias sociedades dependentes “irmãs”. Desta forma, e uma vez mais, o novo preceito veio apenas corroborar aquele que era já o entendimento dominante relativamente à natureza direta e bilateral das relações de domínio, segundo o qual, na falta de disposição expressa, a influência dominante detida por uma mesma sociedade (A) sobre duas outras sociedades independentes entre si (B e C) dá apenas origem a duas relações de domínio bilaterais e paralelas (A-B e A-C), mas não a qualquer relação reflexa, de domínio ou outra, entre as sociedades dependentes (B-C).<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Naturalmente, a inimputabilidade horizontal ou lateral dos votos entre as sociedades dependentes “irmãs” pressupõe que, simultaneamente, entre tais sociedades não subsista nenhuma das outras relações ou factos imputativos relevantes consagrados no elenco legal do art. 20.º, n.º 1 do CVM.

<sup>42</sup> Cf. *supra* § 5.

**RESUMO:** Tomando por base o preceituado na lei, distingue-se o sistema privativo da sociedade dos complementos atribuídos sobre o regime geral. Aquele tem que estar previsto no estatuto, mas este documento não tem que conter todo o regime, bastando, para uma adequada tutela dos interesses em jogo, que contenha as suas bases essenciais – será esta solução natural, em alternativa a uma previsão exaustiva, que não se coadunará com a natureza e função do estatuto societário; em alternativa, o estatuto pode prever simplesmente a existência do regime privativo, mas, nesse caso, o regulamento terá que ser aprovado pela assembleia com a maioria exigida para as alterações estatutárias – e não por maioria simples. Já os complementos não carecem de previsão estatutária, e são aprovados por deliberação comum da assembleia, sob a forma do regulamento previsto no n.º 4. Sendo clara a distinção entre sistema privativo e complementos ao regime geral, a letra da lei não permite, e não há razão para tal, que se estendam os limites previstos para os complementos às pensões previstas no regime privativo.

**Palavras-chave:** reforma dos administradores; relação de administração; sistema privativo e complementos ao regime geral; limites.

**ABSTRACT:** Based on what the law determines, we distinguish between the company's private system and complements added to the general regime. The former shall be regulated in the statutes, but this document does not have to contain the full regime, given that an indication of its essential features will be sufficient for an adequate protection of the interests at play – and this will present itself as the natural solution, in contrast with an exhaustive regulation, which is inconsistent with the nature and function of corporate statutes. Alternatively, the statutes may simply provide for the existence of the private system, in which its regulation shall be approved by the general assembly by the qualified majority demanded for amendment of the statutes, not by simple majority. Differently, the latter, i.e. complements to the general regime, do not require statutory provisions: they are rather approved by ordinary shareholder resolution in the general assembly, as a regulation according to nr. 4 of Article 402 of the Companies Code. While the distinction between the former and the latter is clear, the legal wording as it stands does not allow, and there is no reason to allow, that the limits defined for complements are extended to pensions of the private regime.

**Keywords:** retirement of directors; director relationship; private system and complements to the general regime; limits.

# A reforma dos administradores societários e a relação de administração – notas (breves) a propósito do regime do art. 402.º do Código das Sociedades Comerciais<sup>1</sup>

## 1. O art. 402.º do CSC<sup>2</sup>

Sob a epígrafe “Reforma dos administradores”, o art. 402.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC; são deste diploma as normas referidas

<sup>1</sup> O texto que ora se publica foi escrito para integrar o livro “Segurança Social – Sistema, Proteção, Solidariedade e Sustentabilidade”, coordenado por Jorge Campino, Suzana Fernandes da Costa e Nuno Amaro, em preparação (edição da AAFDL Ed.).

<sup>2</sup> O art. 402.º está previsto no Título IV do CSC, que rege as sociedades anónimas. Não há disciplina correspondente no regime das sociedades por quotas. Diante disto, pode pensar-se na aplicação do preceito, por analogia, a esse outro tipo. Essa tem sido a posição de Coutinho de Abreu (J. M. COUTINHO DE ABREU, Governação das sociedades comerciais, 2.ª ed., 2010, Coimbra, Almedina, pág. 99, nota 247). A defesa da analogia no interior do direito das sociedades está, podemos dizê-lo assim, na moda, entre alguma doutrina. Não é, dados os objectivos demarcados do presente trabalho, a ocasião para entrar nesse debate. Limitamo-nos, pois, a alinhar algumas nótulas ou tópicos sobre o ponto, em vista da solução da concreta questão. Em princípio, a colocação de uma norma no regime de um ou outro tipo societário não pode ser desconsiderada: significará que o legislador a quis fazer aplicar a esse tipo e não a outro. É esta a regra. Pode, no entanto, haver preceitos que são expressão de regras ou princípios mais gerais, que valem para todas as sociedades ou, ao menos, para alguns tipos: nesses casos, o âmbito de aplicação da norma pode ser estendido. E não se recusa que, em outros casos, possa também haver aplicação analógica de normas de direito societário a sociedades distintas do tipo para que a norma foi prevista. Sucedeu que a aplicação analógica de um preceito não se faz de tipo a tipo, mas de um preceito previsto para uma certa hipótese a um caso concreto para o qual a lei não prevê regime (a que não se aplica, portanto, o preceito); daqui decorre, a nosso ver, que, a não ser que se entenda que o art. 402.º é expressão de um princípio geral (que não descontinuamos) que deva valer, nessa qualidade, também nas sociedades por quotas (em todas), não cremos que se possa defender a extensão de plano do seu regime ao tipo sociedade por quotas – note-se, ademais, que as diferenças típicas entre os dois tipos são grandes, sobretudo no que respeita a aspectos que são convocados no regime da reforma (dimensão da sociedade e da empresa e complexidade da actividade, estrutura orgânica, relação entre os sócios e administração, etc.). Contudo, não afastamos a possibilidade de, numa sociedade por quotas em concreto, que se aproxime, pelo desenho estatutário, pela dimensão da empresa e pela estrutura de sócios, da configuração típica da sociedade anónima pressuposta pelo legislador do Código para o regime que dispôs para esse tipo

adiante sem qualquer indicação) dispõe, no seu n.º 1, que “o contrato de sociedade pode estabelecer um regime de reforma por velhice ou invalidez dos administradores, a cargo da sociedade”.

A isto, o n.º 2 acrescenta que “é permitido à sociedade atribuir aos administradores complementos de pensões de reforma, contanto que não seja excedida a remuneração em cada momento percebida por um administrador efectivo ou, havendo remunerações diferentes, a maior delas”.

No n.º 3, o preceito rege sobre a extinção do direito a pensões ou complementos, estabelecendo que esse direito “cessa no momento em que a sociedade se extinguir, podendo, no entanto, esta realizar à sua custa contratos de seguro contra este risco, no interesse dos beneficiários”.

Por fim, o n.º 4 prevê que o “regulamento de execução do disposto nos números anteriores deve ser aprovado pela assembleia geral”.

Estas disposições prevêem a possibilidade de um regime especial de reforma para os administradores das sociedades anónimas, mas a identificação do seu exacto sentido não é isenta de dificuldades – que têm, de resto, em alguns pontos fundamentais, dividido a doutrina em interpretações muitas vezes diametralmente opostas<sup>3</sup>.

É sobre esses problemas de interpretação que vamos esboçar algumas notas.

social (e a ampla liberdade de modelação dos estatutos pode levar a esse resultado), não afastamos, dizíamos, que seja possível e adequado mobilizar a aplicação do art. 402.º, por analogia – não por analogia de um tipo a outro, que não existe e corresponderia a uma metodologia menos correcta, mas por analogia entre o caso da concreta sociedade e a hipótese do art. 402.º.

<sup>3</sup> Referimo-nos fundamentalmente às posições de PAULO OLAVO CUNHA, *Reforma e pensão de administradores (a cargo da sociedade administrada)*, in III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2014, págs. 305 e ss., e de J. M. COUTINHO DE ABREU, Governação das sociedades comerciais, *cit.*, págs. 96 e ss. (retomadas ou reexpostas nas obras mais recentes que a seguir citamos ou referimos). Devem referir-se, ainda, Luís CARVALHO FERNANDES/JOÃO LABAREDA, *Do regime jurídico do direito à reforma dos administradores a cargo das sociedades anónimas*, in RDS, ano II (2010), págs. 531 e ss., BERNARDO DA GAMA LOBO XAVIER, *As pensões de reforma e a segurança social dos administradores e de outros membros dos órgãos de sociedades (artigo 402º do Código das Sociedades Comerciais)*, in RDS, ano VII (2015), págs. 537 e ss., e PAULO DE TARSO DOMINGUES, *A reforma dos administradores*, in AA. VV., Para Jorge Leite, Escritos Jurídico-laborais, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2015, págs. 147 e ss..

## 2. O sentido geral dos números do art. 402.º, a atribuição de reforma como acto oneroso e os interesses que justificam o tratamento legal da matéria da reforma dos administradores – a relação de administração e a sua dimensão contratual

### 2.1. Sentido e articulação dos vários números do art. 402.º – o carácter oneroso da atribuição de pensões

O n.º 1 prevê a possibilidade (“o contrato pode”) de a sociedade instituir um regime próprio, privativo, de reforma por velhice ou invalidez. Esta possibilidade, dir-se-á, já seria admitida por força dos princípios e das regras gerais vigentes no direito societário, pelo que não será, por isso, esse o cerne da prescrição do n.º 1. Não é exactamente assim. Com efeito, é sabido que se discute na doutrina e na jurisprudência se a atribuição de reformas aos administradores é um acto gratuito ou oneroso; com isto, a entender-se que se trata de acto gratuito, poderá duvidar-se da licitude dessa atribuição, à luz das limitações à capacidade de gozo das sociedades, decorrentes do art. 6.º. O n.º 1 do art. 402.º tem, a esta luz, como primeiro efeito remover as dúvidas sobre essa licitude: a existência de um regime próprio de reforma e a atribuição correspondente de pensões de reforma são actos admitidos e estão, assim, dentro da capacidade da sociedade.

E estão dentro da capacidade de gozo da sociedade como actos eminentemente onerosos e não como liberalidades admitidas excepcionalmente: o art. 6.º, no seu n.º 1, proíbe em geral os actos liberais e, quando os admite, fá-lo em concreto, mostrando claramente a excepcionalidade face à regra; ora, o art. 402.º prevê a licitude da atribuição de pensões sem se reportar a qualquer excepção face ao n.º 1 do art. 6.º. Podemos assim concluir que a lei toma esses actos como actos que estão na esfera de capacidade geral da sociedade, e não por se tratar de excepção à regra, e que não são tratados como actos gratuitos. Esta opção da lei coaduna-se com a circunstância de hoje, sobretudo nas sociedades anónimas, a atribuição de pensões ser uma parte de contrapartida da sociedade na relação contratual com o administrador – ponto que desenvolveremos já de seguida.

Depois, e fundamentalmente, o n.º 1 dispõe que a faculdade atribuída à sociedade tem uma condição: o regime privativo de reforma deve ter (veremos adiante em que moldes) previsão estatutária.

O n.º 2 tem um alcance que apenas por dispor também em matéria de reforma é aparentado com o do n.º 1. Prevê-se agora a possibilidade de a sociedade atribuir complementos de reforma – e já não de ter um sistema privativo de reforma – e define-se o limite de tal sistema complementar (a remuneração mais alta de um administrador em efectividade

de funções). Recusamos, é bom de ver, a leitura segundo a qual o n.º 2 é uma regra puramente complementar, concretizadora, do n.º 1<sup>4</sup>. A letra da lei, desde logo, impõe a leitura que fazemos: enquanto o n.º 1 estatui sobre um “regime por reforma”, o n.º 2 dispõe sobre “complementos de pensões de reforma” – e a utilização de termos diferentes, em duas normas seguidas, faz naturalmente supor que se reportam a hipóteses distintas; depois, a ser uma mera concretização do n.º 1, o texto e a sequência da lei fariam pouco sentido, na medida em que dizer que é permitido atribuir complementos, como faz o n.º 2, depois de antes ter já estabelecido que o contrato pode conter um regime de reforma, corresponderia a uma redundância, que seria, de resto, tanto mais inexplicável quanto se entenda que também nesse caso é necessária previsão estatutária<sup>5</sup>. Mas argumento decisivo é a compreensão no quadro legal e prático da diferença entre os dois instrumentos previstos nos n.º 1 e 2: uma coisa é um regime de reforma privativo, que tem requisitos de acesso e retribuições próprios, e outra coisa é, sobre a pensão a que um administrador tem direito por força do sistema geral de reforma (e os administradores estão sujeitos e gozam desse regime geral) e segundo os pressupostos e regime desse sistema, a mais dessa pensão, pois, ser atribuída pela sociedade uma quantia complementar (daquela que o administrador reformado auferir pelo regime geral, portanto) – neste caso, trata-se de um acréscimo à pensão, que só será atribuído a quem tiver já acesso à reforma pelo regime geral e não em função de pressupostos e critérios próprios.

Percebida a esta distinção e vistos os termos da letra da lei, não é sustentável razoavelmente a afirmação segundo a qual o n.º 2 é concretização ou especificação do n.º 1. E percebida a distinção no que respeita às hipóteses das normas, ilumina-se o sentido das prescrições dos preceitos, também elas, obviamente, distintas: o n.º 1 exige previsão estatutária do regime privativo, ao passo que o n.º 2, prevendo simplesmente sobre complementos da reformas auferida pelo regime geral, dispõe que “é permitido à sociedade atribuir” e não exige previsão estatutária e remete implicitamente a competência e as condições para a decisão de atribuição para as previsões de outros preceitos – no caso, para o n.º 4 do artigo, que, prevendo um regulamento de execução dos sistemas instituídos nos termos dos números anteriores, atribui a competência para aprovar esse regulamento à assembleia geral (e, na medida em que a norma não exige

<sup>4</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comerciais*, 6.<sup>a</sup> ed., 2019, Coimbra, Almedina, pág. 842, fala de especificação.

<sup>5</sup> Assim, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comerciais*, *cit.*, pág. 841 e nota 1216. Quer dizer: a norma apenas teria algum sentido se se afirmasse um regime distinto.

maioria especial para essa aprovação, a deliberação em causa está sujeita ao regime geral das deliberações, carecendo apenas de maioria simples para a sua aprovação: art. 386.º, n.º 1).

O n.º 3 trata da extinção dos direitos de cada administrador resultantes quer do estabelecimento de um regime privativo quer da atribuição de complemento de pensão. O preceito não convoca especiais dificuldades quanto à fixação do seu sentido geral e será tratado em ponto próprio.

O n.º 4, a que já aludimos, dispõe sobre a existência de um regulamento de execução dos sistemas previstos nos números anteriores – incluindo a extinção dos direitos deles emergentes. A lei exige que os sistemas sejam objecto de um regulamento de execução e atribui a competência para a sua aprovação à assembleia geral. Esta atribuição de competência ao órgão em que têm assento os sócios revela que a aprovação do regulamento de execução não é uma faculdade, mas uma exigência para que o regime seja instituído: no caso do regime privativo, a lei impõe, assim, que, por sobre a previsão estatutária, exista um regulamento que a execute, aprovado pela assembleia; no caso dos (meros) complementos de reforma, a lei dispensa a previsão estatutária, mas exige a existência de um regulamento aprovado em assembleia geral. Em qualquer dos casos, trata-se de pressupostos para que exista licitamente um regime e a sociedade possa fazer a atribuição de pensões e de complementos.

## 2.2. Privilégios de reforma e relação entre o administrador e a sociedade

Os privilégios no que respeita à reforma dos administradores são um elemento da relação mais geral que se estabelece entre a sociedade e o seu administrador. Cumpre, num breve excuso, examinar as dimensões desta que são mais relevantes para o nosso tema.

É umas das questões controvertidas do direito das sociedades e, em geral, do direito associativo, a de saber qual a relação entre a pessoa colectiva e aqueles que a administram, sejam estes membros da colectividade de sócios ou associados ou não. Não é esta a sede, naturalmente, para debater alongadamente tal questão. Basta, para os efeitos que ora nos movem – saber qual o elo entre a atribuição de pensões de reforma aos seus administradores e a relação de administração – que se recordem os termos gerais do debate doutrinal.

É sabido que, numa certa linha, com arrimo em perspectivas mais institucionalistas do fenómeno societário, se sustenta que a relação entre a sociedade e o seu administrador é basicamente uma relação orgânica ou institucional. É também sabido, que, noutra óptica, normalmente asso-

ciada às compreensões mais contratualistas do fenómeno societário, se dá relevo sobretudo à existência de uma relação intersubjectiva e se assinala que ela tem uma natureza contratual (ou similar).

Ora, qualquer que seja a compreensão que se adopte, é inegável a dupla dimensão, institucional e contratual da relação de administração. Na verdade, e tomando o caso típico de designação pela assembleia geral – o único modo admitido nas sociedades anónimas –, o acto de designação não pode deixar de ser entendido como um acto interno da sociedade, que manifesta a vontade do ente societário quanto a um elemento da sua estruturação orgânica, e que, portanto, produz efeitos naquilo a que chamamos a esfera social – como, de resto, sucede em geral com as deliberações sociais, que, a nosso ver, são actos institucionais, internos, e não declarações dirigidas ao exterior (não são, assim, por regra, negócios jurídicos). Por isto, o acto de designação, sem mais, não releva nas esferas jurídicas de outros sujeitos, incluindo aqueles que foram objecto da designação: há necessariamente uma relação ulterior, fundada ou assente nesse acto interno, mas distinta dele, entre a sociedade e o administrador (ou gerente), e a plena produção de efeitos desse acto interno depende sempre (não pode, pelas regras gerais do direito privado, deixar de depender) de um acto de exteriorização da vontade social e de uma acto externo proveniente das esferas jurídicas daqueles que são designados, a aceitação – a qual é assim, e pelo menos, condição de eficácia em relação aos sujeitos designados do acto institucional ou interno de designação. Esta conclusão é uma consequência do carácter interno da deliberação da assembleia e do princípio básico de direito privado segundo o qual um sujeito não se vincula juridicamente sem o concurso de um acto da sua vontade.

Significa isto, desde logo, que o simples acto societário (interno, intrassocial) de designação não basta para que o sujeito se torne efectivamente administrador (ou gerente). Com a deliberação, ele está designado, e, no plano intrassocial, a designação está feita. Mas ele não é ainda administrador (ou gerente): para o exterior, e desde logo relativamente à sua própria pessoa, o acto interno não produz quaisquer efeitos. Esses efeitos iniciam-se apenas se e quando, depois de o acto ter sido levado ao seu conhecimento, o sujeito designado emitir a sua aceitação – a qual, nos termos gerais (art. 219.º do Código Civil), não tem que se expressa, podendo vir a deduzir-se de factos concludentes (aceitação tácita).

Há, pois, e é esse o ponto que releva no que respeita ao nosso tema, uma dimensão contratual na relação entre a sociedade e o administrador. Esta dimensão é, se bem vemos, especialmente reforçada num caso, nas sociedades por quotas. Temos em mente a possibilidade de, em lugar do modo comum de designação, por meio de uma deliberação da assembleia

geral ou por um acordo inscrito no contrato de sociedade (o qual, consistindo no acordo constitutivo da sociedade, é a assembleia de sócios ou geral por excelência, reconduzindo-se a uma assembleia constitutiva, cujas determinações têm o valor de deliberação), o estatuto ou pacto social prever a designação por acto de um sócio (art. 252.º, n.º 2, *in fine*). Não suscita dúvidas que este acto do sócio não pode, de todo, nem por qualquer espécie de ficção a que por vezes os juristas são sensíveis, ser assimilado a um acto da sociedade: é um acto pessoal de um sócio que, por força do contrato que rege a sociedade, produz efeitos na esfera social. Ora, constando a designação de um acto de um sócio, ainda que comunicado à sociedade, não há sequer um acto desta, que passe por um crivo interno com a solenidade e a formalidade de uma deliberação da assembleia, que possa instituir a relação de administração. A designação, nesses casos, não pode deixar de ser acompanhada pela aceitação do designado e pelo estabelecimento de uma relação entre este e a própria sociedade.

A percepção da dimensão contratual da relação entre a sociedade e o administrador não é apenas evidenciada neste caso especial. Outros dados nesse sentido podem ser colhidos da lei. Desde logo, em matéria de cessação da relação, prevê-se, como um dos modos de cessação, a renúncia – que é o acto pelo qual o sujeito põe unilateralmente termo à condição de administrador. Ora, se o administrador pode assim fazer cessar a relação por um acto da sua vontade, é porque essa vontade é condição da relação e esta não pode ter início sem, ao menos, uma vontade tácita nesse sentido. Acresce que, em matéria de sociedades anónimas, a lei prescreve (n.º 5 do art. 391.º) que a aceitação da designação para membro do órgão de administração das sociedades anónimas pode ser expressa ou tácita – o que supõe que ela é necessária ao estabelecimento da relação. E, diga-se à margem, o que vale para as sociedades anónimas vale, por identidade de razão, para as sociedades por quotas, pois que, dadas as semelhanças entre os dois tipos, nesta matéria da estrutura da administração e do papel e da responsabilidade dos administradores, não se vê razão para que aquilo que vale para um não deva valer para o outro – ou, em síntese, não se vê razão para regimes distintos. O n.º 5 do art. 391.º é expressão de uma regra geral de direito societário e vale, nessa medida, por analogia, para a disciplina das sociedades por quotas<sup>6-7</sup>.

<sup>6</sup> Não nos parece colher, contra a tese de que o início de funções depende da aceitação expressa ou tácita do administrador, a invocação do regime previsto para os revisores oficiais de contas, no âmbito das funções de certificação legal de contas que lhes são confiadas. Vejamos. É o DL 487/99, de 16/11, alterado e republicado pelo DL n.º 224/2008, de 20/11, que disciplina o estatuto dos revisores oficiais de contas – que fazem parte,

A designação e a aceitação são os elementos que formalizam uma relação subjacente, contratual, entre a sociedade e o administrador, a qual se analisa na negociação e acordo sobre as funções e objectivos do administrador, por um lado, e o conjunto de condições oferecidas pela sociedade ao administrador, que, por regra, assentam, naturalmente, na remuneração, mas se estendem a outros aspectos das condições financeiras (retribuições directas ou não) e da prestação da actividade, por outro lado.

em certos casos, dos órgãos de fiscalização de sociedades anónimas ou por quotas. Estabelece-se nesse diploma que a designação de revisores para a revisão legal de contas de empresas ou outras entidades e o seu registo na Conservatória competente "apenas são válidos no caso de aqueles terem dado o seu expresso consentimento por escrito" (n.º 7 do art. 50.º). Importa esta prescrição – qualquer que seja o seu exacto significado quanto às consequências jurídicas da sua violação – que a designação não é bastante para produzir os efeitos a que tende, e que o registo efectuado sem o assentimento do revisor não é válido. Ora, esta regra é uma manifestação da regra geral segundo a qual o exercício de funções societárias depende sempre de assentimento do sujeito designado – não vemos razão, assim, para afirmar que se trata de uma regra diversa do regime societário, que, pela diferença, demonstraria a diferença deste (nesse sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comerciais*, cit., pág. 790).

<sup>7</sup> Não é cabido, nesta sede, um percurso sobre as posições da doutrina sobre a matéria. Limitamo-nos a referir as posições de Raúl Ventura, em comentário ao art. 252.º do CSC, e de Paulo Olavo Cunha, no seu *Direito das Sociedades Comerciais*. O primeiro Autor, depois de constatar a existência, na doutrina italiana, de duas correntes sobre a natureza das relações entre as sociedades e os seus administradores, a contratualista e a unilateralista, e que "a generalidade dos autores, nas duas correntes, admite que para a formação daquela relação jurídica intervêm duas manifestações de vontade, uma da sociedade e outra do administrador" (mencionado apenas Ferrara Jr. como exceção), pondera que, no direito português, apenas o órgão-assembleia é composto sem que um acto de escolha seja necessário e que "esse acto de escolha (...) tem finalidade interna: encabeçar em certas pessoas a realização da função para a qual o órgão foi desenhado", e que, assim, "não basta a sociedade escolher, para o cargo estar preenchido; é necessário que o escolhido aceite". Para o Autor, mesmo relativamente aos sócios, impõe-se hoje a aceitação para que a nomeação produza pleno efeito; quanto muito, a falta de aceitação, no caso do sócio, importaria violação do dever de participar na administração da sociedade, mas não encabeçamento na função – sendo que o CSC não prevê um dever genérico de os sócios exercerem cargos para que sejam nomeados, pelo que "tal como acontece para os estranhos nomeados, o dever de o sócio exercer o cargo só nasce quando este aceita a nomeação, e tem por fonte a sua vontade" (RAÚL VENTURA, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, vol. II, Coimbra, Almedina, pags. 32, 31-32 e 29-30, resp.). Paulo Olavo Cunha, por seu turno, chega a conclusões que, se bem vemos, não se afastam sensivelmente das nossas. Para este Autor, as funções não se iniciam sem, pelo menos, uma aceitação tácita, e a relação caracteriza-se pela bilateralidade e contratualidade, ainda que com um estatuto específico (PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades Comerciais*, cit., pág. 790-791).

### 2.3. Interesses presente no regime da reforma de administradores

Não é por acaso ou capricho que as sociedades sentem necessidade de instituir sistemas privativos de reforma dos administradores e de lhes atribuir complementos de reforma e que a lei, diante dessa necessidade, regula essas matérias. A sociedade tem interesse em atrair para a sua administração sujeitos qualificados e competentes e tem interesse em obter deles a máxima dedicação. Na dimensão contratual da relação que se estabelece entre ela e o administrador, a previsão de prestações a atribuir após a cessação de funções por doença ou velhice pode ser um dos elementos decisivos para a captação dos mais capazes e dedicados e, portanto, pode constituir um elemento com peso no estabelecimento de cada concreta relação: a previsão de sistemas que premeiem a dedicação e a estabilidade pode constituir um factor muito relevante na decisão do administrador de assumir as funções naquela sociedade.

Mas não é este o único interesse presente. Quer um sistema privativo quer os (meros) complementos de reforma têm custos para a sociedade que podem ser consideráveis e têm, por isso, que ser proporcionados às condições da sociedade e aos projectos que os seus sócios têm para ela. Os custos com a administração devem ser controlados, durante e após o exercício das funções, pelos sócios. Por outro lado, essas matérias não podem ser deixadas na esfera de decisão do órgão de administração, onde têm assento justamente aqueles que poderão beneficiar desses mecanismos, e no seio do qual se poderia gerar um conflito de interesses. Por outro lado, ainda, não é em geral conveniente (e nas grandes sociedades, sobretudo nas cotadas, não é de todo adequado, por contrariar regras que se vão assumindo como de boa gestão) que os sistemas instituídos sejam casuísticos: as regras devem ser gerais e abstractas, respeitando princípios de igualdade e de transparência.

Estes interesses justificam um regime legal no qual se estabeleça inequivocamente a licitude da existência de sistemas de reforma ou de complemento e que atribua a competência para esses mecanismos serem instituídos aos sócios, quer por via do estatuto quer por via de deliberação do órgão em que, na estrutura societária, eles têm assento – exigindo-se, portanto, nos aspectos mais relevantes, uma maioria reforçada.

## 3. Natureza das prestações por reforma

As prestações que sejam previstas num regime privativo ou os complementos da reforma devida nos termos do regime geral não são, em sen-

tido próprio ou estrito, elementos da remuneração. Não são, também, em rigor, pagamentos conexos que se analisem em contrapartidas diferidas<sup>8</sup>: são uma contrapartida actual da aceitação de funções pelo administrador e da sua prestação, cujo pagamento é diferido – fazem parte do pacote de condições que determinam o administrador a aceitar as funções e são, por isso, uma contrapartida actual, à data da celebração do contrato de administração, para ser auferida diferidamente. Por isto, a lei trata do direito a essas prestações como um direito adquirido, que depende da verificação das respectivas condições e que apenas cessa com a extinção da sociedade (n.º 3).

#### 4. O sistema de reforma privativo e a (necessidade de) previsão estatutária

O n.º 1 admite a existência de um sistema privativo de reforma, colo-  
cando como requisito que o correspondente regime seja estabelecido no  
contrato de sociedade (em rigor, no estatuto social): “o contrato pode esta-  
belecer um regime de reforma”, reza a lei.

A formulação da lei tem suscitado divergências na doutrina, que se  
reconduzem fundamentalmente a duas teses: parte da doutrina sustenta  
que é o regime da reforma que deve constar do estatuto, ao passo que  
outra parte dos autores entende que basta que o estatuto preveja a existên-  
cia do regime, sem ter que o conter.

A letra da lei não é decisiva, a nosso ver, embora conforte mais proximamente a primeira das posições doutrinais: à letra, dizer-se que o con-  
trato pode estabelecer um regime, tanto é suscetível de ser entendido  
no *sentido mais imediato* das palavras da lei, que será o de que, usada pela  
sociedade a faculdade, o regime tem que aí estar estabelecido (fixado), como  
pode outrrossim entender-se no sentido de que o contrato de sociedade  
pode estabelecer a existência do regime, sem ter que conter o próprio regime.  
Em todo o caso, a primeira leitura, a mais puramente literalista, impondo  
que o regime do sistema de reforma tem que estar no estatuto, comporta  
uma dificuldade de harmonização com o n.º 4 do preceito e conduziria a  
um manifesto excesso – à letra, todo o regime teria que estar contido no  
estatuto e não se percebe que espaço ficaria para o regulamento previsto

<sup>8</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º*, in Jorge M. Coutinho de Abreu (Coord.), Código das Sociedades Comerciais em Comentário, vol. VI, Coimbra, 2013, Almedina, pág. 397-398.

no n.º 4º. Diante disto, não nos parece que a questão possa ser resolvida simplesmente com base no argumento literal. Há que mobilizar outros elementos interpretativos<sup>10</sup>.

O primeiro dos elementos que podem contribuir para fixar o sentido a dar ao n.º 1, já o fomos entrevendo, é o sistemático. Em clara relação com o n.º 1 (mas também, é certo, com o n.º 2), o n.º 4 do art. 402.º prevê a existência de um “regulamento de execução” aprovado pela assembleia geral. Note-se que o preceito prevê um regulamento de execução do disposto nos números anteriores e não de um regulamento de execução do regime. Estes termos do preceito e a atribuição de competência à assembleia mostram que o regulamento aí previsto não é um mero acto regulamentar e que é de existência necessária – não faria sentido atribuir à assembleia competência para um acto com natureza meramente regulamentar. O regulamento há-se prever, assim, *aspectos do regime de reforma que não constem do estatuto* – o que implica que este não tem que conter o regime, ou, dito de outro modo, *todo o regime*. Não é, pois, o regime (todo o regime) do sistema privativo que tem que ser colocado no estatuto. Mas, note-se ainda, da previsão da existência necessária de um regulamento não se pode extrair um argumento no sentido de que basta que o estatuto preveja a existência do regime: o argumento seria (é, na realidade<sup>11</sup>) o de que, se o regime estivesse no estatuto, não seria necessário o regulamento, pois não ficaria espaço para este outro documento – o argumento assenta na premissa não demonstrada de que o regime previsto no estatuto teria que ser detalhado ou completo. Questão distinta, portanto, a que o elemento sistemático não responde, é saber se, havendo necessariamente um regulamento, basta ao estatuto prever a existência do regime, remetendo-o na totalidade para o regulamento.

A resposta à questão que nos ocupa – que, já se vai entrevendo, não implica necessariamente a opção pelas duas interpretações extremadas que têm estado em compita – supõe a mobilização de um outro dado: a natureza e função do estatuto. Pois bem. O estatuto (a que o CSC chama, quase sempre, contrato de sociedade, ignorando não só que o acto constitutivo de uma sociedade nem sempre tem natureza contratual e, sobre tudo, que, mesmo quando a tem, a sua alteração é deferida à assembleia

<sup>9</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 399.

<sup>10</sup> Defendendo a primeira interpretação com o argumento de que ela é imposta pela letra da lei, v. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comercias, cit.*, pág. 840-841.

<sup>11</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 377 – mas, diga-se, em abono do rigor, que PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades Comercias, cit.*, pág. pág. 841, fala de regime detalhado no estatuto.

geral, a deliberar por maioria, e que a matriz originariamente contratual que porventura tenha existido se perde por via do regime *sui generis* de alteração) é o conjunto de regras dispostas para reger a esfera social, estabelecendo os aspectos fundamentais desta – desde os elementos obrigatórios previstos no art. 9.º, n.º 1, a, por exemplo, regras sobre a estrutura de órgãos e de representação e vinculação da sociedade. Está sujeito a registo e, produzindo embora efeitos na esfera da sociedade, é um documento também dirigido ao tráfico mercantil. Ora, olhando para estas *natureza e função* do estatuto, é claro que o regime detalhado da reforma dos administradores da sociedade ou, mais amplamente, da sua remuneração (cf. o art. 399.º, que remete a fixação desta para deliberação da assembleia ou de uma comissão de remunerações), não têm *cabimento natural* num tal documento: pode lá ser inscrito, mas será sempre um enxerto estranho. Estas considerações conduzem a concluir que o regime detalhado do sistema de reforma pode ser inserido no estatuto, mas não o deve obrigatoriamente ser.

Isto ponderado, é na mobilização do elemento racional que deverá assentar a interpretação do n.º 1 do art. 402.º. Em síntese (v., *supra*, 2.2), o n.º 1 tem por fundamento a tutela do interesse da sociedade em fixar um sistema privativo de reforma sem que isso signifique que a matéria escape ao controlo de uma maioria qualificada dos accionistas (*rectius*, da assembleia com poderes de produção estatutária). Pois bem. A tutela destes interesses da sociedade não se basta com uma pura previsão da existência de um regime privativo e com a consequente remissão do regime para o regulamento. Este é aprovado em assembleia, é certo, mas esta delibera por maioria, e essa deslocação do regime para o regulamento teria como consequência que a matéria escaparia à unanimidade exigida no momento da constituição da sociedade e da aprovação do estatuto originário ou à maioria qualificada exigida para as alterações estatutárias. Não pode valer, pois, uma tal interpretação, na exacta medida em que o regime passaria a estar na disponibilidade de uma simples maioria.

Mas os interesses que se apontam não impõem que o estatuto estabeleça o regime detalhado do regime privativo: esses interesses são satisfeitos pela previsão dos elementos fundamentais do regime, que permitam prefigurar o seu âmbito e custos. Aliás, não há fundamento inequívoco na lei para a exigência de um regime estatutário detalhado, e, como vimos, não só a inclusão de um tal regime no estatuto contraria a natureza e função deste instrumento, como essa exigência se mostraria difícil de compatibilizar com a necessidade de haver um regulamento que não se reduza a um mero regulamento de execução desse regime – e que não se trata de mero regulamento de execução demonstra-o a letra da lei (record-se que se

fala de “regulamento de execução do disposto nos números anteriores”) e sobretudo a atribuição da competência à assembleia geral. Da distinção, presente claramente na lei, entre o regime, que é matéria necessariamente estatutária pelo n.º 1, e o regulamento, matéria da competência ordinária da assembleia, previsto no n.º 4, decorre que o n.º 1 impõe apenas a inclusão no estatuto das *bases essenciais do regime*.

Em suma, não basta a mera previsão da existência de um regime privativo, mas nem a letra e a sistemática da lei nem os interesses que estão presentes permitem exigir um regime detalhado. A conclusão que se impõe é a de que o estatuto deve *prever a existência de um regime privativo* e tem que prever as *bases essenciais* desse regime, isto é, tem que conter os elementos que permitam à sociedade *prefigurar o âmbito e os custos desse regime*. Esses elementos são, pelo menos, os critérios para determinar os beneficiários do sistema e os requisitos de acesso à reforma por essa via privativa e os montantes de pensão que podem ser auferidos (ou a fixação de montantes máximos). O mais pode ser inserido no estatuto, mas não tem que o ser – pode (e deve, diríamos) constar do regulamento do regime. Com isto, salvaguardam-se os interesses da sociedade, sem tornar o estatuto um documento estranho e desequilibrado.

*Quid juris* se o estatuto renunciar a conter essas bases essenciais e previr simplesmente a existência de um regime privativo a regular pelo regulamento? Não cremos que o sistema fique inapelavelmente inquinado e que as reformas atribuídas tenham necessariamente por fundamento actos nulos ou anuláveis. No suposto que agora se considera, os interesses que justificam o n.º 1 conduzem a afirmar dois pontos: primeiro, que, nesse caso, não bastará a aprovação de um simples regulamento de execução – pela singela razão de que o estatuto não contém nada para ser regulamentado; depois, que, se a assembleia, tomando por base a previsão (que seria uma autorização) estatutária, aprovar um *regulamento* que, ao menos na parte em que contiver as *bases essenciais* do regime do sistema privativo, reúna uma *maioria pelo menos igual à exigida para a alteração estatutária*, não vemos qual o interesse que justificaria que se entendesse que esta opção dos sócios teria que estar inquinada. Neste caso, o regulamento seria um documento complementar do estatuto, que conteria regras materialmente estatutárias, ainda que não formalmente incluídas no estatuto, e cuja aprovação por maioria qualificada permitiria *salvaguardar os interesses em causa na prescrição do n.º 1*.

A sociedade tem, assim, três possibilidades ao seu dispor. Ou, numa solução contra-natura, inclui todo o regime no estatuto, deixando apenas os puros aspectos de regulamentação da sua execução para o regulamento – ainda que, num tal caso, se compreenda mal a necessidade de esse regu-

lamento ser produzido pela própria assembleia. Ou, fazendo outramente, inclui no estatuto apenas as bases essenciais que permitem prefigurar a configuração do sistema, remetendo o restante regime e a sua regulamentação para o regulamento, a aprovar em assembleia pela maioria ordinária. Ou, por fim, limita-se a prever no estatuto a existência de um sistema privativo de reforma, deslocando o seu regime para um regulamento que, nesse caso, tem que ser aprovado pela maioria exigida para a alteração estatutária<sup>12</sup>. Sem um regulamento assim aprovado, qualquer deliberação da assembleia será anulável, por força do n.º 1, alínea *a*), do art. 58.º do CSC<sup>13</sup>.

Resta concluir que o sentido que assim se dá ao n.º 1 do art. 402.º não bule com a dimensão contratual da previsão de mecanismos privativos de reforma. Quer a sociedade quer o administrador contratado têm pleno e transparente acesso aos elementos que vão ser recebidos nessa relação e que foram produzidos por modo que salvaguarda os seus interesses.

## 5. O regime dos complementos de reforma – síntese

O n.º 2 contém uma disposição sobre os complementos de reforma. Vimos já, no n.º 1, *supra*, que esses complementos se distinguem de pensões atribuídas por força de um regime próprio ou privativo instituído pela sociedade: na hipótese do n.º 2, o sujeito é reformado nos termos do regime geral, a pensão é-lhe atribuída por esse regime, e a sociedade atribui-lhe simplesmente um adicional a essa pensão, com um limite. Fomos aí dando conta dos aspectos do regime legal sobre a matéria, e cumpre, agora, sistematizá-los.

Primeiro. O sentido do n.º 2 é distinguir regime privativo de (meros) complementos e, por via disso, assacar-lhes regimes diferentes. Assim, não há qualquer fundamento legal ou no plano dos interesses para sustentar que o regime dos complementos também carece de previsão estatutária – apenas a confusão entre dois mecanismos na realidade distintos pode justificar essa posição<sup>14</sup>. Aliás, o n.º 2 não só prevê um regime complementar

<sup>12</sup> Ainda que a assembleia possa aprovar por maioria qualificada a deliberação que contenha as bases essenciais do sistema e por maioria ordinária uma outra que aprove um (simples) regulamento de execução.

<sup>13</sup> Assim, se bem que no quadro da sua posição mais liberal segundo a qual o regulamento não carece de maioria especial, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 400.

<sup>14</sup> Noutro sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades comercias*, *cit.*, pág. 841 e nota 1216.

como impõe um *tecto ou limite* para os complementos – o que retira efeito ao argumento de que se justifica um regime igual por em ambos os casos haver custos extraordinários ou por isso ser razoável<sup>15</sup>.

Segundo. O n.º 2 implica que, podendo a sociedade atribuir complementos sem dependência de previsão estatutária – essa previsão consta da própria lei! –, a atribuição se faz de acordo com as regras gerais ou especiais de distribuição de competências. Joga, nesta matéria, o n.º 4, que impõe a existência de um regulamento sobre a matéria, aprovado pela assembleia, por deliberação ordinária.

Terceiro. Dispensada a intervenção do estatuto em matéria de meros complementos, a lei cura de estabelecer um limite para esses complementos: não podem exceder “a remuneração em cada momento percebida por um administrador efectivo ou, havendo remunerações diferentes, a maior delas” (n.º 2). A razão é simples de excogitar: no âmbito de complementos do regime geral, e não de um sistema privativo, não faz sentido que um administrador reformado possa auferir mais do que um administrador no activo.

À margem, esta consideração permite afirmar que não há fundamento nem na letra da lei nem nos interesses para afirmar que o limite previsto no n.º 2 para os complementos das pensões devidas pelo regime geral se aplica também ao regime privativo<sup>16</sup>. Radicando este no estatuto e na unanimidade dos sócios ou numa maioria qualificada, não há razão para a lei impor à decisão soberana dos sócios um qualquer limite. Nem se invoque, noutro sentido, o argumento (demagógico, a nosso ver) segundo o qual não faz sentido um administrador reformado receber mais do que um administrador no activo: nada pode impedir, por exemplo, a sociedade de trocar, com aceitação dos administradores, uma remuneração da administração menos elevada por um pagamento diferido para a fase da reforma.

## 6. O regulamento

Em qualquer caso, isto é, qualquer que seja o seu concreto conteúdo, a lei prescreve sem distinções a aprovação de um regulamento pela assembleia geral (n.º 4). Como sublinhámos já, trata-se de um regulamento de

<sup>15</sup> V., nesse sentido, PAULO OLAVO CUNHA, Direito das sociedades comercias, *cit.*, págs. 842-843, e J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 401.

<sup>16</sup> Essa é, há que o admitir, posição quase unânime da doutrina: v., por todos, PAULO OLAVO CUNHA, Direito das sociedades comercias, *cit.*, pág. 843, e J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 401.

execução das disposições legais anteriores e não de um simples regulamento de execução – e que inclui também o regime dos complementos de reforma.

No preceito, a lei societária afasta-se das suas formulações mais comuns, de cunho marcada e exageradamente contratualista, em que atribui competências aos sócios. E, em bom rigor, é a assembleia, e não os sócios, que é um órgão da estrutura societária – os sócios participam na assembleia, mas não fazem parte da estrutura societária a não ser enquanto membros desse órgão (ainda que tenham, naturalmente, direitos e faculdades como sócios face a essa estrutura) –, e que decide na esfera social. É correcta, portanto, a formulação do n.º 4.

É, então, a assembleia que aprova o regulamento, e aprova-o por deliberação, qualquer que seja a forma por que ela é tomada, desde que se trate de uma das formas previstas na lei (art. 53.º do CSC). Pode, assim, deliberar em reunião regularmente convocada ou ainda nos termos do art. 54.º (n.º 1 do art. 373.º) – isto é, em assembleia não convocada, mas constituída por decisão unânime de todos os sócios, ou também por voto escrito unânime. Em qualquer destes casos, haverá deliberação da assembleia, ainda que não convocada ou sem reunião.

Decorre do n.º 4 que a aprovação do regulamento não pode ser delegada pela assembleia ou pelo estatuto ao conselho de administração ou a uma comissão de remunerações<sup>17</sup>.

## 7. Extinção

Instituída a concreta relação de administração, as condições previstas nos regimes privativo e de complementos integram naturalmente a sua dimensão contratual – mas podem, naturalmente, na relação concreta, ser feitas ressalvas. O administrador tem, assim, direito a que lhe sejam atribuídas as quantias correspondentes, cumpridos os pressupostos – esse direito é um direito adquirido, pois faz parte do estatuto do contrato celebrado com a sociedade. Qualquer alteração do estatuto social ou do regulamento que não seja consentida pelo administrador não produz efeitos em relação a ele, justamente porque esse estatuto contratual não pode afectado por decisão unilateral de uma das partes (art. 406.º, n.º 1, do Código Civil).

<sup>17</sup> Assim, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 400.

Reunidos os pressupostos, nasce na esfera pessoal do sócio um concreto direito, que cessa apenas com a extinção da sociedade ou com a morte do sujeito<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *Anotação ao art. 402.º, cit.*, pág. 401, aponta apenas estes dois casos de extinção.



**RESUMO:** O ativismo acionista pode ajudar a controlar a atividade dos administradores e altos quadros da sociedade. Porém, há acionistas... e acionistas. Muitas razões existem que podem levar o acionista a votar de forma contrária aos interesses da sociedade. Algumas delas são explicadas neste artigo, assim se mostrando também a importância de refletir sobre os deveres e responsabilidade dos acionistas.

**Palavras-chave:** ativismo acionista; investidores institucionais; sistema da data de registo; empréstimo de ações.

**ABSTRACT:** Shareholder activism may be helpful in controlling directors and managers acting. However, there are shareholders... and shareholders. There are many reasons to vote against the company's interests. Some of them are explained in this paper, showing the importance of reflecting on shareholder duties and liability.

**Keywords:** shareholder activism; institutional investors; record date system; share lending.

ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS\*

## Ativismo acionista, investidores institucionais e sistema da data de registo – algumas reflexões<sup>1</sup>

### 1. Ativismo acionista e participação dos acionistas no governo das sociedades anónimas: exercício do direito de voto

O direito de voto permite ao acionista participar na vida da sociedade e influenciar os destinos desta, bem como controlar os membros dos órgãos de administração através da ameaça de destituição. É também porque as ações conferem o direito de voto que pode funcionar o «Market for Corporate Control»<sup>2</sup>. O exercício do direito de voto permitirá igualmente preencher lacunas que não foram resolvidas pela lei ou pelo contrato de sociedade<sup>3</sup>.

\* Professor Auxiliar da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra e Investigador do Instituto Jurídico da mesma instituição

<sup>1</sup> Um agradecimento é devido ao Professor Doutor Rui Pinto Duarte pelas generosas informações que comigo partilhou e que contribuíram para enriquecer este estudo.

<sup>2</sup> V., p. ex., MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, De Gruyter, Berlin/Boston, 2014, p. 27.

<sup>3</sup> FRANK EASTERBROOK/DANIEL FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1991, 1991, p. 66.

Em regra, a cada ação corresponde um voto (art. 384.º, 1, CSC)<sup>4</sup>, não sendo admitidas ações com voto plural<sup>5</sup>. E quem é titular de uma ação

<sup>4</sup> Cfr. o *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.

<sup>5</sup> Em Portugal, o Decreto n.º 1645, de 15 de junho de 1915, tinha admitido o voto plural («Artigo 1.º [ ] § 1.º Nos estatutos poderá também estabelecer-se, em favor dos accionistas possuidores de ações privilegiadas, desigual representação de votos nas assembleias gerais»), tendo aquele diploma conhecido uma existência atribulada logo nos primeiros anos de vida: foi suspenso pela Lei 340, de 3 de agosto de 1915 (que, por sua vez, já tinha sido publicada em 2 de agosto de 1915 como – erradamente – Lei 338) e foi reposto em vigor pelo Decreto 4:118, de 22 de abril de 1918). O voto plural veio a ser proibido com o CSC, mas o art. 531.º do CSC estabelece o regime daqueles direitos de voto já constituídos legalmente. O DL 154/72, de 10 de maio, já tinha limitado o poder que podia ser conferido às ações com voto plural, pois os privilégios de voto assim concedidos deixaram de poder ser exercidos na medida em que «por força deles» um só acionista representasse na assembleia «mais da décima parte dos votos conferidos por todas as ações emitidas» (nova redação do art. 183.º, § 4.º, do CCom.). Sobre o Decreto 1645 pode ver-se RUI PINTO DUARTE, *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 110 e s., com outras indicações. Como lembra ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Artigo 531.º», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, (coord.), *Código das Sociedades Comerciais anotado*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra 2011, p. 1371, a origem da proibição terá ainda como fundamento os exageros cometidos na Alemanha nos anos 30 do séc. XX. V. tb., sobre o tema, PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina, Coimbra, 2019, p. 226 e ss.. Sustentando que o art. 384.º, 5, do CSC não se aplica às sociedades cotadas, mas sem qualquer apoio na lei, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às *L-shares*», *RDS*, VII, 2015, 2, p. 452. Sobre a proibição alemã de *Mehrstimmrechte* e o § 12, Abs. 2, da *AktG*, ULRICH NOACK, «Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz», cit., p. 183; para um relato do período posterior à Primeira Guerra Mundial e os abusos subsequentes, KARSTEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl., Carl Heymanns, Köln, etc, 1994, p. 654. Na Itália, as ações com voto plural são admitidas, com limites, no art. 2351 do *Codice Civile*. Sobre este, com análise dos argumentos a favor e contra a solução adotada, EUGENIO BARCELONA, «2351 co 4», in PIETRO ABBADESSA/GIUSEPPE PORTALE (dir.), *Le società per azioni*, T. I, Giuffrè, Milano, 2016, p. 563 e ss., a p. 570 e ss.. A p. 577, o autor considera mesmo que se trata «del vero “tema-chiave” da sociedade por ações. Na França, o art. L 225-123 do *Code de Commerce* admite o voto duplo para ações que estejam na titularidade do mesmo acionista durante certo tempo: são, nessa medida, «ações de lealdade» (sobre estas, entre nós, FÁTIMA GOMES, «Dividendo de lealdade?», in AAVV, *II Congresso Direito das Sociedades em revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 401 e ss., a p. 415 e ss., e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, «Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas», *RDS*, 2014, ano VI, n.º 2, p. 445 e ss.). Sobre os «enhanced rights» em matéria de voto para o Reino Unido, BRENDA HANNIGAN, *Company Law*, 5th. ed., OUP, Oxford, 2015, p. 442. Quanto aos EUA e às ações com voto múltiplo, v. *Model Business Corporation Act Annotated*, 4th ed., vol. 2, ABA, Chicago, 2008, 7-111, e HANNO MERKT, *US-amerikanischer Gesellschaftsrecht*, 3. Aufl., Deutsche Fachverlag, Frankfurt-a.-M., 2013 p. 389. Em 2003, a discussão já tinha sido reanimada pelo Plano de Ação da Comissão Europeia, em que estava presente uma preferência pelo princípio «one

tem direito a estar presente nas assembleias gerais e de aí discutir e votar (art. 379.º, 1). O contrato de sociedade, os próprios sócios ou o presidente da assembleia podem regular a forma de exercício do direito de voto (art. 384.º, 8). E é possível criar tetos de voto e exigir um certo número de ações para se ter um voto.

À partida, seríamos levados a pensar que a regra uma ação-um voto interessaria sobretudo aos grandes acionistas: mais ações, mais votos. Quem tem mais dinheiro compra mais ações e tem mais votos, pelo que a democracia nas sociedades anónimas é uma ilusão<sup>6</sup>. Votam sacos de dinheiro. Embora nem sempre seja necessário investir a mesma quantia para ter o mesmo poder.

No entanto, os próprios tetos de voto não são sempre pensados para proteger os minoritários. Como salientam Hansmann e Kraakman<sup>7</sup>, os tetos de voto podem servir para afastar o interesse de potenciais adquirentes ou para estabilizar as relações entre acionistas controladores<sup>8</sup>. Se isso é bom para uns, pode ser muito mau para outros. O «Market for Corporate Control» não funcionará se aumenta a possibilidade de comportamentos

share, one vote». O mesmo, aliás, se podia retirar do *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (2007).

<sup>6</sup> Sobre o abandono da regra «um voto por cabeça» nas sociedades anónimas, PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina, Coimbra, 2019, p. 169 e s.

<sup>7</sup> HENRY HANSMANN/REINIER KRAAKMAN, «The basic governance structure», AAVV, *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford University Press, Oxford-New York, 2004, p. 56.

<sup>8</sup> No que diz respeito às instituições de crédito, o DL 20/2016, de 20 de abril, aditou ao RGIC o art. 13.º-C (não aplicável a caixas de crédito agrícola ou mútuo nem a caixas económicas), que torna necessário que os acionistas daquelas entidades deliberem, pelo menos uma vez em cada período de cinco anos, sobre a manutenção ou revogação de limites à detenção ou exercício dos direitos de voto. Se a deliberação for proposta pelo órgão de administração, não está sequer «sujeita a quaisquer limites à detenção ou ao exercício de direitos de voto, nem a quaisquer requisitos de quórum ou maioria agravados relativamente aos legais». Não sendo tomada a deliberação no período mencionado, os limites à detenção ou exercício dos direitos de voto caducam automaticamente no termo daquele (n.º 3). Porém, se for apresentada proposta para alteração ou revogação dos limites, a rejeição dessa proposta vale tacitamente como deliberação de manutenção (n.º 4). O referido DL 20/2016 contém ainda um regime para as instituições de crédito que, à data da sua entrada em vigor, tenham nos seus estatutos limites à detenção ou exercício dos direitos de voto. Sobre o regime, v. J. M. COUTINHO DE ABREU, «De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu-aberto», *DSR*, 9, vo. 17, 2017, p. 13 e ss..

oportunísticos por parte dos controladores. O mesmo pode ser dito em relação às ações com voto plural<sup>9</sup>.

Do ponto de vista económico, as justificações para o princípio da proporcionalidade são conhecidas<sup>10</sup>. Os acionistas são os «credores residuais» («residual claimants») e têm um interesse «natural» em que a utilização dos recursos disponíveis seja a melhor possível, uma vez que dessa forma aumenta o valor das suas ações e aumenta a probabilidade de retorno o investimento. Têm, pois, estímulos para exercer o direito de voto de forma a valorizar a empresa<sup>11</sup>. Além disso, os acionistas são considerados tipicamente um grupo relativamente homogéneo quando comparado com outros na sociedade<sup>12</sup>. Ao procurarem as soluções que melhor utilizem os recursos disponíveis, os acionistas tomarão decisões de mais elevada qualidade, o que também serve os interesses dos credores<sup>13</sup>.

Com efeito, uma maior participação dos acionistas poderá aumentar o controlo exercido sobre a administração da sociedade, permitindo reduzir os custos de agência. Sobretudo, nas sociedades com elevado número de acionistas.

No entanto, a participação dos acionistas também pode envolver custos elevados. Desde logo, os que dizem respeito à obtenção e tratamento da informação necessária. Custos que podem conduzir à adoção pelos acionistas de uma atitude de apatia racional<sup>14</sup>, procurando aproveitar as

<sup>9</sup> V. tb. MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 217.

<sup>10</sup> Seguimos aqui de perto MARCO TAUTGES, *Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership*, Duncker & Humblot, Berlin, 2015, p. 141 e ss.

<sup>11</sup> Cfr. tb. FRANK EASTERBROOK/DANIEL FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 68, NICOLAS OSTLER, *Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse. Erwerb und Ausübung des Aktienstimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung*, cit., p. 67, e MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 54.

<sup>12</sup> FRANK EASTERBROOK/DANIEL FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 70, NICOLAS OSTLER, *Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse. Erwerb und Ausübung des Aktienstimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung*, Peter Lang, Frankfurt, etc., 2010, p. 72, e MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 55.

<sup>13</sup> MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 61.

<sup>14</sup> A expressão terá sido usada pela primeira vez neste contexto por ROBERT CLARK, «Vote Buying and Corporate Law», *CaseWesternReserveLR*, 1979, 29, p. 776 e ss., a p. 779. Sobre aquela apatia, por exemplo, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, cit., p. 581 e ss.

informações obtidas por outros<sup>15</sup>. A apatia racional pode justificar-se também porque o pequeno acionista não conta poder influenciar o sentido do voto e pode ser difícil organizar a atuação dos minoritários. Dificuldades que aumentam se existe um grupo de controlo. Acresce que a falta de preparação para acompanhar os assuntos da sociedade pode justificar a necessidade de renunciar ao acompanhamento da administração, o que também se pode dizer se o titular das ações apenas o pretende ser por curto período.

O cenário descrito em traços largos justificou a crença de alguns na possibilidade de alterar o estado de coisas através do papel dos investidores institucionais. É disso que falaremos em seguida.

## 2. Investidores institucionais e ativismo acionista. Os consultores em matéria de votação

Na década de 90 do século passado as expectativas em relação ao papel dos investidores institucionais enquanto incentivadores de melhorias na governação das sociedades estiveram muito altas<sup>16</sup>. Pensava-se que as lei-

<sup>15</sup> Desenvolvidamente, MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 73 e ss..

<sup>16</sup> V. p. ex., BERNARD BLACK, «Shareholder passivity re-examine», *MichLRev*, 89, 1990, p. 520 e ss., ID. «Agents watching agents: The promise of institutional investor voice», *UCLALRev*, 39, 1992, p. 811 e ss., JOHN COFFEE, «Liquidity versus control: The institutional monitor as corporate monitor», *CollRev*, 91, 1991, p. 1277 e ss.; RONALD GILSON/REINIER KRAAKMAN, «Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors», *StanLRev*, 43, 1991, p. 863 e ss.. Para uma leitura crítica, STEPHEN BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, cit., p. 242 e ss.. Sobre o papel dos investidores institucionais na governação das sociedades v. ainda os importantes estudos de BERNARD BLACK, «Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice», *UCLALR*, 1992, 39, p. 811 e ss., EDWARD ROCK, «The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism», *GeoLJ*, 1991, 79, p. 445 e ss.; MARK ROE, «A Political Theory of American Corporate Finance», *CollRev*, 1991, 91, p. 10 e ss., RANDALL THOMAS, «The Evolving role of Institutional investors in Corporate Governance and Corporate Litigation», *VandLR*, 2008, 61, p. 299 e ss., RONALD GILSON/JEFFREY GORDON, «The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights», *CollRev*, 2013, 113, p. 863 e ss. e, mais recentemente, EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., p. 363 e ss.. Sobre o papel dos investidores institucionais como «mecanismo de controlo interno», ISMAIL ADELOPO, *Auditor Independence. Auditing, Corporate Governance and Market Confidence*, cit., p. 27 e ss. (a p. 155 e ss., também nos dá conta de estudos que mostram serem mais baixos os honorários pagos a auditores externos no caso de uma maior presença de «substancial outside investors»). Entre nós, p. ex., COUTINHO DE ABREU, *Governação das Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 18 e ss., PEDRO

turas de Berle e Means se justificavam quando a propriedade estava dispersa e que a concentração de ações na titularidade de alguns investidores institucionais permitiria o controlo acionista<sup>17</sup>. A crença foi ao ponto de se propor um novo modelo: depois do *Legal Model*<sup>18</sup>, do *Managerial Model* (de Berle e Means) e do *Contract Model*<sup>19</sup>, surgiu o *Institutional Shareholder Model*. O ativismo seria pressionado pela dificuldade em recorrer à *Wall Street rule* na medida em que a alienação de pacotes de ações de importância significativa conduziria à descida da cotação respetiva<sup>20</sup>.

Porém, as referidas expectativas acabaram frustradas em grande parte<sup>21</sup>. Nomeadamente, porque muitos desses investidores institucionais são sujeitos a pressões políticas e porque nem todos os investidores institucionais perseguem os mesmos objetivos<sup>22</sup>.

Em sentido lato, são considerados investidores institucionais os fundos de pensões e de investimento, os bancos, as companhias de seguros (ou pelo menos algumas) e até fundações<sup>23</sup>. No caso dos fundos de pen-

MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, cit., p. 784 e ss..

<sup>17</sup> PAUL DAVIES, «Institutional investors in the United Kingdom», in THEODOR BAUMS/RICHARD BUXBAUM/KLAUS HOPT (ed.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter, Berlin-New York, 1994, p. 257 e ss., a p. 269.

<sup>18</sup> V., sobre este, NORWOOD BEVERIDGE, JR., «The Internal Affairs Doctrine: The Proper Law of a Corporation», 44, *BusLaw*, 1989, p. 693.

<sup>19</sup> V., sobre este, HENRY BUTLER, «The Contractual Theory of the Corporation», 11, *GeoMasonLRev*, 1989, p. 99.

<sup>20</sup> DENNIS HONABACH/MARK SARGENT, *Proxy Rules Handbook*, Thomson Reuters, Eagan, 2018, p. 3.

<sup>21</sup> BRIAN CHEFFINS, «The History of Corporate Governance», in MIKE WRIGHT/DONALD SIEGEL/KEVIN KEASEY/IGOR FILATOTCHEV (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, cit., p. 54. Mas v., mantendo a crença no papel dos investidores institucionais, CRISTINA UNGUREANU, «Engagement of Institutional Investors», in DANNY BUSCH/GUIDO FERRARINI/GERARD VAN SOLINGE (ed.), *Governance of Financial Institutions*, cit., p. 309 e ss., a p. 312.

<sup>22</sup> Sobre isto, ROBERTA ROMANO, «Public pension fund activism in corporate governance reconsidered», in THEODOR BAUMS/RICHARD BUXBAUM/KLAUS HOPT (ed.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter, Berlin-New York, 1994, p. 105 e ss., a p. 106-107, MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 80 e ss. (lembrando que os interesses de sócios trabalhadores podem ser diferentes dos interesses de pequenos acionistas de passagem, e que razões fiscais também podem levar a diferentes formas de olhar para o investimento).

<sup>23</sup> JOHN FARRAR, *Corporate Governance. Theories, Principles, and Practices*, 2nd ed., OUP, South Melbourne, 2006 (repr.), p. 337. V. tb. EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., p. 363 e ss., a p. 364, referindo-se à inclusão na categoria dos investidores institucionais de «public and private pension funds, mutual funds, insurance companies, and endowments [...]. More recently [...] activist hedge funds have emerged [...]» (o autor parece, assim, incluir os *hedge funds* no grupo dos investidores institucionais).

sões<sup>24</sup> e fundos de investimento, a abertura dos mesmos e a consequente falta de preparação de um grande número de participantes origina perigos acrescidos. Agora, sobretudo para os participantes nesses fundos e por causa dos conflitos de interesses em que as entidades gestoras podem estar envolvidas<sup>25-26</sup>.

O art. 2.º, e), da Diretiva dos Direitos dos Acionistas (DDA<sup>27</sup>, na redação da Diretiva 2017/828) considera investidores institucionais *certas empresas* que realizam «atividades de seguro de vida» e «atividades de resseguro» e certas instituições «de realização de planos de pensões profissionais». Quando usamos os termos «investidores institucionais», não o faremos, em regra, com esse sentido mais limitado<sup>28</sup>. Mas a razão para que o perímetro seja estabelecido daquela forma pode não ser clara à primeira vista (para além de se libertarem os outros investidores institucionais do

GERARD HERTIG, «Governance by institutional investors in a stakeholder world», in JEFFREY GORDON/WOLF-GEORG RINGE (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, OUP, Oxford, 2018, p. 821 e ss., a p. 833, considera os *business angels* e os *venture capitalists* investidores institucionais. DENNIS HONABACH/MARK SARGENT, *Proxy Rules Handbook*, cit., p. 3, inclui ali os sindicatos. Para uma distinção entre investidores institucionais «primários» (fundos de pensões e seguradoras) e investidores institucionais «secundários» (gestores de fundos), MARK MOORE, «United Kingdom», in ANDREAS FLECKNER/KLAUS HOPT, *Comparative Corporate Governance. A Functional and International Analysis*, CUP, Cambridge, 2013, p. 949.

<sup>24</sup> O regime da constituição e funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões consta do DL 12/2006, de 20 de janeiro, com alterações.

<sup>25</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de governo das sociedades*, cit., p. 69. Sobre a importância que tem para o titular de unidades de participação «dispor de informação quanto à política da sociedade gestora relativa ao exercício de direitos de voto decorrentes dos investimentos efectuados por conta dos fundos que administra», PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos valores mobiliários. Relatório*, Lisboa, 2005, p. 176.

<sup>26</sup> V., com interesse, as Recomendações da CMVM sobre incentivo à participação em assembleia geral e exercício do direito de voto dos organismos de investimento coletivo.

<sup>27</sup> Diretiva 2007/36/CE JOUE, de 14 de julho de 2007, L 184, p. 17 e ss.. Entretanto, a DDA foi alterada pela Diretiva (UE) 2017/828, de 17 de maio, também referida em texto. Foi igualmente publicado o Regulamento de Execução (EU) 2018/1212 («estabelece requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretiva 2007/36/CE [...]】). Quando terminámos de escrever este texto ainda não fora publicada a transposição da Diretiva 2017/828.

<sup>28</sup> Afirmando que «the definition of the concept of “institutional investor” is an unsolved question», JOSÉ GARRIDO, «Optimism and Pessimism: Complementary Vies on the Institutional Investors’ Role in Corporate Governance», in KLAUS HOPT/EDDY WIMEERSCH (ed.), *Capital Markets and Company Law*, OUP, Oxford/New York, 2003, p. 449 e ss.. Para uma lista de noções de investidor institucional, MORITZ BASSLER, *Die Bedeutung von institutionellen Anlegern für die interne Corporate Governance ihrer Beteiligungsunternehmen*, Nomos, Baden-Baden, 2015, p. 33 e ss..

regime em causa, eventualmente confiando nos preceitos a que já estão sujeitos).

A intervenção de fundos, bem como de fundos de fundos, introduziu uma nova forma de investir, falando-se inclusivamente num «fiduciary capitalism»<sup>29</sup>. Desde logo, confia-se em gestores profissionais a tarefa de identificar as boas oportunidades de investimento. Os valores reunidos são de tal ordem, que se torna possível investir em praticamente todo o planeta. Além disso, os custos na obtenção e tratamento da informação serão mais suportáveis<sup>30</sup>.

No entanto, a intervenção de fundos de investimento ativos na governação das sociedades tem provocado reações. No Reino Unido, o *Stewardship Code*, que foi o primeiro do género, aponta para a importância do investimento a longo prazo e para investimentos responsáveis<sup>31</sup>. A Diretiva 2017/828 também inseriu na DDA o art. 3.º-G, que se ocupa da política de envolvimento de investidores institucionais e de gestores de ativos. Trata-se, porém, de um regime de «comply or explain». Por sua vez, o art. 3.º-H trata da «estratégia de investimento» e dos «acordos com os gestores de ativos», mas uma vez procurando garantir transparência através da divulgação de informações<sup>32</sup>.

talvez o melhor exemplo para ilustrar os riscos que a atuação dos investidores pode ter na governação das sociedades seja o que é dado por Edward Rock<sup>33</sup>: o autor mostra como os fundos que são avaliados tendo em conta a sua *performance* relativa podem ter um incentivo para votar contra os interesses de sociedades participadas se, devido à composição das carteiras, isso implicar consequências mais graves para os outros fundos<sup>34</sup>.

O problema estende-se à atuação dos gestores de ativos, como se via na Proposta de Diretiva para alterar a DDA<sup>35</sup>. A p. 5 lia-se que «é frequente que os grandes detentores de ativos selezionem e avaliem os respe-

<sup>29</sup> HANNE BIRKMOSE/KONSTANTINOS SERGAKIS, «Introduction», in HANNE BIRKMOSE/KONSTANTINOS SERGAKIS (ed.), *Enforcing Shareholders' Duties*, Elgar, Cheltenham, 2019, p. 11.

<sup>30</sup> ANTOINE TADROS, *La jouissance des titres sociaux d'autrui*, Dalloz, Paris, 2013, p. 119.

<sup>31</sup> V., sobre isto, CRISTINA UNGUREANU, «Engagement of Institutional Investors», in DANNY BUSCH/GUIDO FERRARINI/GERARD VAN SOLINGE (ed.), *Governance of Financial Institutions*, OUP, Oxford, 2019, p. 309-325, a p. 310 e s.. Mas v., informando que o *Stewardship Code* parece ter tido impacto modesto na governação das sociedades no Reino Unido, EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., p. 374, nt. 50.

<sup>32</sup> Para uma perspetiva pouco otimista acerca do sucesso das medidas, EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., p. 381.

<sup>33</sup> EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., p. 373.

<sup>34</sup> E isto revela também como a matemática pode ditar as decisões e a importância que os algoritmos e a inteligência artificial poderão adquirir.

<sup>35</sup> COM/2014/0213 final – 2014/0121 (COD).

tivos gestores com base em indicadores de referência, tais como os índices de mercado». Além disso, é ali referido também que frequentemente o desempenho daqueles gestores é avaliado trimestralmente. Daí resulta que «a principal preocupação de muitos gestores de ativos passou a ser o seu desempenho a curto prazo em relação a um indicador de referência ou a outros gestores de ativos».

Quanto aos *hedge funds*, pode dizer-se que não são caracterizados pela apatia<sup>36</sup>. Pelo contrário, o ativismo dos *hedge funds* pode mesmo ser considerado o seu «modelo de negócio»<sup>37</sup>. Depois de identificado um alvo que possa ser gerido de forma mais vantajosa, os *hedge funds* tentam muitas vezes colocar-se em posição de poder exercer um maior controlo da atuação dos órgãos de administração, reduzindo assim os conhecidos custos de agência e beneficiando os restantes acionistas<sup>38</sup>.

Estudámos já<sup>39</sup> alguns dos principais problemas que a atuação dos *hedge funds* pode gerar no que diz respeito à governação das sociedades em que adquirem participações, bem como algumas das soluções contidas na Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de junho de 2011<sup>40</sup> «relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010» (DGFIA). Na altura em que escrevemos sobre o tema, anunciamos para um próximo estudo a análise

<sup>36</sup> V., com muito interesse, 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>37</sup> WOLF-GEORG RINGE, «Shareholder Activism. A Renaissance», in JEFFREY GORDON/WOLF-GEORG RINGE (ed.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, OUP, Oxford, 2018, a p. 389.

<sup>38</sup> MARIUS HOMMER, *Aktivistische Hedgefonds zwischen Recht und Corporate Governance*, cit., p. 41. Sobre a forma como pode gerar-se o alinhamento de interesses entre investidores institucionais e *hedge funds*, EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., p. 383.

<sup>39</sup> V. o nosso texto «DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas», DSR, 2017, outubro, 18, p. 121-154.

<sup>40</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, 694/2014 e 2015/514, bem como os Regulamentos de Execução 447/2013 e 448/2013. A ESMA produziu ainda várias Orientações. Apenas por 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.

da forma como a DGFIA foi transposta para o ordenamento jurídico português, trabalho esse que está em curso<sup>41</sup>.

As comparações com outros ordenamentos jurídicos são indispensáveis. Nos EUA, por exemplo, foi sugerido que os acionistas mais ativos ficassem sujeitos a maiores exigências quanto à obrigação de divulgar informações e que certos direitos só pudessem ser exercidos mediante a titularidade de posições longas líquidas de certa importância durante certo período<sup>42</sup>.

A própria governação daqueles fundos suscita questões interessantes. Estamos a pensar, por exemplo, na utilização de 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 convertíveis 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.

A atuação dos *hedge funds* é condicionada, em particular, pelos regimes aplicáveis aos mercados de instrumentos financeiros, aos derivados e ao *short selling*. Destacam-se a DMIF II, o Regulamento sobre vendas a descoberto e CDS's (Regulamento 236/2012) e o EMIR (*European Markets*

<sup>41</sup> V. tb. a Lei 16/2015, de 24 de fevereiro, e a Lei 18/2015, de 4 de março, com alterações. 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 leitura succincta 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 NORINHO 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, n.º 52, p. 82 e ss.. Um estudo da transposição noutros países pode ser encontrada em DIRK ZETSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2015, p. 414 e ss.. Os *hedge funds* são vistos como FIA's: 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. 30.

<sup>42</sup> V. STEPHEN BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, cit., p. 281. Para o Regulamento (UE) 236/2012, art. 3.º, 4, «é considerada posição líquida curta sobre o capital social emitido a posição remanescente após dedução de qualquer posição longa que uma pessoa singular ou coletiva detenha sobre o capital social emitido pela sociedade em questão de qualquer posição curta que essa pessoa singular ou coletiva detenha sobre esse capital». Como escreve MARÍA CRUZ MAYORGA TOLEDANO, *Las ventas en corto de acciones en el sistema financiero*, tirant lo blanch, Valencia, 2018, p. 40, a posição curta líquida «se convierte en el elemento neurálgico de la norma europea de ventas en corto, pues uno de los aspectos más importantes de la norma es el deber de transparéncia de las posiciones cortas netas o deber de notificación publicación de las posiciones cortas netas significativas de acciones».

*Infrastructure Regulation*)<sup>43</sup>, sendo igualmente de mencionar a Diretiva sobre garantias financeiras. Não pode ser ignorado o RGOIC, o RJCRESIE e o regime da manipulação de mercado, tendo em conta algumas práticas já detetadas<sup>44</sup>. O próprio RGIC contém normas muito relevantes, assim como o CVM.

A participação dos acionistas e, em particular, dos investidores institucionais pode ser influenciada pelas informações obtidas junto de consultores em matéria de votação (*proxy advisors*<sup>45</sup>, *Stimmrechtsberatern*). Isso permite aos acionistas poupar na recolha de informação, assim estimulando o ativismo daqueles<sup>46</sup>. No caso dos gestores de fundos, essa poupança pode ser a forma de respeitar os deveres para com os participantes no fundo<sup>47</sup>. Muitas vezes os *proxy advisors* têm poderes de representação dos acionistas e são, até, ouvidos pelas sociedades participadas<sup>48</sup>. E isto pode envolver riscos através do poder que é conferido a tais conselheiros<sup>49</sup>. Nomeadamente, quando existam conflitos de interesses em resultado de outros serviços prestados (tanto ao investidor como à sociedade<sup>50</sup>).

A intervenção de *proxy advisors* foi objeto de atenção da Diretiva 2017/828 e já o tinha sido do Livro Verde *O quadro da EU do governo das sociedades* (COM(2011) 164 final), ponto 2.5., e do Plano de Ação *European*

<sup>43</sup> Quanto aos fundos do mercado monetário (FMM), v. o recente Regulamento (EU) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de junho de 2017 (relevante para efeitos do EEE; sobre a sua entrada em vigor e aplicação, v. o art. 47.º). De acordo com o art. 9.º, 2, do Regulamento 2017/1131, o FMM não pode assumir exposição direta ou indireta a ações.

<sup>44</sup> SARA TANCREDI, *Die Regulierung von Hedge-Fonds und Private Equity in Europa und den USA*, Peter Lang, Frankfurt, etc., 2016, p. 18.

<sup>45</sup> Sobre estes, v. KLAUS HOPT, «Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation», cit., p. 72 e s., e, desenvolvidamente, JULIANO FERREIRA, «Proxy advisors – os consultores em matéria de votação», AAVV, *A designação de administradores*, cit., p. 201-225, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de governo das sociedades*, cit., p. 126 e ss.; v. tb. ANTÓNIO GARCIA ROLO, «As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição», *RDS*, IX, 2017, 3, p. 572 e s..

<sup>46</sup> STEPHEN BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, OUP, New York, 2012, p. 255.

<sup>47</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de governo das sociedades*, cit., p. 127.

<sup>48</sup> Lembrando a possibilidade de prestação de serviços através de sociedades controladas às sociedades em que o voto é exercido, PHILIP SCHWARZ, *Institutionelle Stimmrechtsberatung*, Duncer & Humblot, Berlin, 2013, p. 31.

<sup>49</sup> JULIANO FERREIRA, «Proxy advisors – os consultores em matéria de votação», cit., p. 207 e ss., faz uma análise desses mesmos riscos.

<sup>50</sup> V., sobre isto, RAMÓN HERNÁNDEZ PEÑASCO, «Proxy Advisors y gobierno corporativo», in ÁNGEL FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAZAR/ELENA F. PÉREZ CARRILLO (dir.), *Actores, actuaciones y controles del buen gobierno societário y financiero*, Marcial Pons, Madrid, 2018, p. 486.

*company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, de 2012, ponto 3.3.. Também nos EUA a *Corporate Governance Reform and Transparency Act* de 2017 lhe deu importância.

A influência que os *proxy advisors* podem ter no exercício do direito de voto de investidores institucionais pode ser preocupante, pois envolve o risco de um acatamento cego das recomendações recebidas («robo-voting»). São, com efeito, aqueles investidores que terão maior apetência pelo recurso aos referidos consultores, uma vez que as participações em múltiplas sociedades espalhadas por todo o Mundo tornariam demasiado onerosa a recolha de informação para o exercício do direito de voto<sup>51</sup>. Alguns grandes investidores institucionais têm «in-house proxy voting groups»<sup>52</sup>. Nesses casos, os *proxy advisors* são sobretudo úteis como «agregadores de informação».

A independência dos *proxy advisors* é, por isso, algo que deve ser objeto de atenção. Sendo certo que a influência dos *proxy advisors* dependerá sempre de muitos fatores (origem dos investidores, regulação a que estão sujeitos, importância relativa do seu investimento, estratégias de investimento adotadas, etc.). Por outro lado, também não é difícil imaginar que os *Roboadvisors* ganhem força neste tipo de atividade<sup>53</sup>. O mesmo se diga quanto aos *digital agents*<sup>54</sup>.

Como dissemos, muitos dos aspetos que suscitam maiores preocupações quanto à atuação dos *proxy advisors* foram já objeto de atenção do

<sup>51</sup> PHILIP SCHWARZ, *Institutionelle Stimmrechtsberatung*, cit., p. 27.

<sup>52</sup> EDWARD ROCK, «Institutional investors in corporate governance», cit., a p. 370 e s..

<sup>53</sup> Sobre os *Roboadvisors*, LUIS OTERO GONZÁLEZ «Fintech, blockchain y big data», cit., p. 92 e s.. Sobre os *Virtual Financial Advisors*, TAN CHOON YAN/PAUL SCHULTE/DAVID CHUEN, «InsurTech and FinTech: Banking and Insurance Enablement», in DAVID CHUEN/ROBERT DENG (ed.), *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, vol. 1, Elsevier, London, etc., 2018, p. 249 e ss., a p. 260; entre nós, ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, «Inteligência artificial e consultoria robótica (*Automation in Financial Advice*)», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO/ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/DIOGO PEREIRA DUARTE (coord.), *FinTech. Desafios da tecnologia financeira*, Almedina, Coimbra, 2018 (reimp.), p. 203 e ss.. A intervenção de *Roboadvisors* poderá suscitar questões interessantes no âmbito da responsabilidade civil: sobre a possibilidade (ou não) de responsabilizar robôs pode ver-se NUNO SOUSA E SILVA, «Direito e Robótica: uma primeira aproximação» ROA, 2017, I/II, p. 486 e ss., a p. 513 e ss., e ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, «"Qui facit per alium, facit per se" – será ainda assim na era da robótica?», *RLJ*, 2019, ano 148.º, n.º 4015, p. 200 e ss.). LEES REINERS, «Regulation of robô-advisory services», in Jelena Madir (ed.), *Fintech Law and Regulation*, Elgar, Cheltenham, 2019, p. 361, informa que o *robo-advice* assenta em fundos passivos e lembra problemas de governação nas sociedades investidas.

<sup>54</sup> V., sobre estes, MICHAEL NAYLOR, *Insurance Transformed. Technological disruption*, cit., p. 35 e s..

legislador da União Europeia. A Diretiva (EU) 2017/828 introduziu alterações na DDA que obrigam os Estados-Membros a impor aos consultores em matéria de votação maior transparência (art. 3.º-J da Diretiva dos Direitos dos Acionistas). O mesmo sucede no que diz respeito aos investidores institucionais e aos gestores de ativos (arts. 3.º-G, H, I).

### 3. Exercício do direito de voto e sistema da data de registo

O exercício do direito de voto torna-se mais fácil graças às novas tecnologias. Nomeadamente, no que diz respeito ao exercício transfronteiriço do direito de voto. A este foi dada especial atenção na DDA. O recurso a meios eletrónicos para o exercício do direito de voto ou a própria realização de assembleias virtuais facilitam a participação dos acionistas (v. tb. os arts. 377.º, 6, b), e 384.º, 9, do CSC)<sup>55</sup>. O sistema de data de registo (*record date*) também surge como uma forma de incentivar aquela participação.

Tratando-se de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, o art. 23.º-C do CVM, aditado pelo DL 49/2010, de 19 de maio, veio estabelecer que «tem direito a participar na assembleia geral e aí discutir e votar quem, na data de registo, correspondente às 0 horas (GMT) do 5.º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia, for titular de ações que lhe confiram, segundo a lei e o contrato de sociedade, pelo menos um voto». Isto é, a participação, discussão

<sup>55</sup> V., em especial, PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Os meios telemáticos no funcionamento dos órgãos sociais. Uma primeira aproximação ao regime do CSC», in AAVV, *Reformas do Código das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2007, p. 87 e ss., LUIZ MENEZES LEITÃO, «Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais», in AAVV, *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura. A reforma do Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2007, p. 269 e ss., ARMANDO TRIUNFANTE, *Código das Sociedades Comerciais* anotado, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, p. 353 e ss., a p. 359 e ss., ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, SA: *Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, 2007, p. 65 e ss., ID., «Artigo 377.º», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), *Código das Sociedades Comerciais* anotado, 2.ª ed., cit., p. 1018 e ss., a p. 1021 e s., ALEXANDRE LIBÓRIO DIAS PEREIRA, «Corporate e-governance in Portugal», in AAVV, *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Lebre de Freitas*, vol. 2, Almedina, Coimbra, 2013, p. 11 e ss., p. 18 e ss., J. M. COUTINHO DE ABREU, «Artigo 377.º», in J. M. COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, VI, cit., p. 72 e ss.. Particularmente importante para a atuação dos membros dos órgãos de administração é o art. 546.º do CSC, aditado pelo DL 89/2017, de 28 de julho, que veio facilitar a atuação de administradores e gerentes de sociedades comerciais (o preceito abrange ainda os «diretores» de cooperativas) pela abertura à utilização de assinaturas eletrónicas através do Sistema de Certificação de Atributos Profissionais (SCAP).

e votação depende do que for a situação quanto à titularidade de ações numa determinada data anterior àquela em que tem lugar a assembleia.

Esta solução foi introduzida no CVM como resultado da adaptação do direito interno ao disposto na DDA. Com efeito, esta Diretiva já estabelecia no primeiro parágrafo do n.º 2 do art. 7.º que os Estados-Membros deviam «prever que os direitos dos acionistas de participarem e votarem em assembleias-gerais em relação às suas ações sejam determinados em relação às ações de que são titulares numa data específica anterior à assembleia-geral ("data de registo")»<sup>56</sup>.

Este sistema, dito «de registo», veio substituir, no seu âmbito de aplicação, o de bloqueio. Se não fosse o mais recente art. 23.º-C do CVM, para que o acionista exercesse o direito de participar, discutir e votar na assembleia tinha de ser emitido o certificado de que trata o art. 78.º. Mas a emissão desse certificado determinava o *bloqueio* dos valores mobiliários que está previsto no art. 72.º, 1, a), do CVM.

A razão de ser do novo regime encontra-se exposta na DDA<sup>57</sup>. O que se pretende é evitar mais um desincentivo à participação dos acionistas na vida da sociedade<sup>58</sup>. Com o regime de bloqueio, os acionistas ficavam limitados<sup>59</sup> quanto à possibilidade de alienação das suas ações enquanto durasse o bloqueio.

Perante o regime atualmente em vigor, perguntar-se-á quem pode participar na assembleia e aí discutir e votar se ocorrer uma transmissão das ações após a data do registo, mas antes dessa assembleia. Paula Costa e Silva, Pereira de Almeida e André Figueiredo defendem que será o alie-

<sup>56</sup> Cfr., porém, para exceções à obrigação, o segundo parágrafo do n.º 2. Sobre o sistema de *record date*, MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtausübung im Recht der borsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 88 e ss., que identifica a sua origem nos EUA; entre nós, MENEZES CORDEIRO, «A Directriz 2007/36, de 12 de Julho (acionistas de sociedades cotadas): Comentários à Proposta de Transposição», ROA, 2008, II/III, p. 503 e ss., JOÃO GIÃO, «Notas sobre o anunciado fim do bloqueio de ações como requisito do exercício do direito de voto em sociedades cotadas», CadMVM, Agosto 2005; PAULA COSTA E SILVA, «O conceito de acionista e o sistema de record date», DVM, VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 447 e ss..

<sup>57</sup> Considerando-a «mais uma directiva dos direitos dos investidores e do mercado e menos uma directiva dos direitos dos acionistas», PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, cit., p. 855, nt. 1764.

<sup>58</sup> Duvidando da bondade do regime tendo em conta essa razão de ser, PAULA COSTA E SILVA, «O conceito de acionista e o sistema de record date», cit., p. 459.

<sup>59</sup> E dizemos limitados em vez de impedidos porque o sentido do art. 72.º, 4, está dependente do valor a atribuir ao próprio registo de transferência que seja realizado no âmbito de uma transmissão.

nante<sup>60</sup>. Opinião diferente têm Menezes Cordeiro, Francisco Mendes Correia e João Labareda<sup>61</sup>.

Entendemos que na transmissão entre vivos o transmitente será o único legitimado para participar na assembleia, aí discutindo e votando. É, aliás, o que se retira do art. 23.º-C, 2 do CVM: o exercício dos direitos de participar, discutir e votar referidos no n.º 1 do artigo «não é prejudicado pela transmissão das ações em momento posterior à data de registo, nem depende do bloqueio das mesmas entre aquela data e data da assembleia geral».

É certo que o art. 23.º-C, 7 do CVM impõe ao transmitente que declarou a intenção de participar na assembleia nos termos legais o dever de comunicar ao presidente da mesa a transmissão que ocorra entre a data de registo e o fim da assembleia. Mas isso não significa que tal comunicação tenha lugar para que o transmitente seja impedido de participar, discutir e votar. Julgamos, com efeito, que essa comunicação tem outra finalidade: a de alertar para a situação em que irá participar, discutir e votar o transmitente em causa. Isto para que se controle com especial cuidado os termos

<sup>60</sup> PAULA COSTA E SILVA, «O conceito de accionista e o sistema de record date», cit., p. 455, PEREIRA DE ALMEIDA, p. 576 e s., ANDRÉ FIGUEIREDO, «Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço na vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspetivas de revisão», in PEDRO PAIS DE VASCONCELOS/J. M. COUTINHO DE ABREU/RUI PINTO DUARTE (coord.), *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2014, p. 50 e s.. Na Alemanha, a alteração de 2016 ao § 123 da *AktG* tornou o regime mais confuso, obrigando à distinção entre ações ao portador e nominativas, e entre sociedades cotadas em bolsa e sociedades não cotadas em bolsa. Na França, FRANÇOIS BARRIÈRE, «L'incidence du nouveau régime de la record date sur le droit de vote des actionnaires», *Rev. Soc.*, 2015, p. 288, entende que o jogo da data de registo permite que o cedente vote. Como é também o que valerá em regra na maioria dos países: v., nesse sentido, NORA RACHMAN/MARIA VERMAAS, «Corporate Actions in the Intermediated System: Bridging the Gap Between Issuer and Investor», cit., p. 153 («Between the record date and actual voting date, securities may be sold or lent, but the right to exercise the attached voting rights is retained by the seller or lender»). Interpretando também a DDA no sentido de esta renunciar à necessidade de o participante na assembleia ainda ser acionista, FLORIAN OCHMANN, *Die Aktionärsrechte-Richtlinie*, De Gruyter, Berlin, 2009, p. 100. Para uma análise do regime de alguns Estados-Membros antes da DDA, NINA WINKLER, *Das Stimmrecht der Aktionäre in der Europäischen Union*, De Gruyter, Berlin, 2006, p. 147 e ss..

<sup>61</sup> MENEZES CORDEIRO, «Novas regras sobre assembleias gerais: a reforma de 2010», RDS, II, ½, 2010, p. 30, e FRANCISCO MENDES CORREIA, «Participação na assembleia», *Código do governo das sociedades anotado*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 77, que defende que o adquirente também não pode, JOÃO LABAREDA, «Sobre os Direitos de Participação e de Voto nas Assembleias Gerais de Sociedades Cotadas» in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 3, vol. 5, 2011, p. 124 (para quem «recebida a comunicação [do art. 23.º-B, 7, do CVM – interpolação nossa], o alienante deve ser privado dos direitos de voto inerentes às ações transmitidas»).

em que os direitos referidos são exercidos. O presidente da mesa da assembleia geral deve dar conta da situação à assembleia para que os restantes acionistas também possam controlar aquele exercício.

Também entendemos que o exercício pelo transmitente do direito de participar, discutir e votar não significa que as ações tenham sido transmitidas sem esse direito. Do que se trata é de conferir ao transmitente legitimidade para exercer o direito. Como é que o fará? Isso deve ser acautelado no âmbito das relações com o adquirente.

A possibilidade de alienar as ações após o registo para o exercício do direito de voto aumenta o risco de esvaziamento do direito de voto, como vimos acima. O *decoupling* ou *Stimmrechts-Stripping* envolve riscos evidentes para a sociedade<sup>62</sup>.

A permissão do exercício do direito de voto por correspondência pode servir para combater o abstencionismo dos acionistas. Não é algo que seja desconhecido noutras países<sup>63</sup>. Na vigência do CCom. de 1888, o art. 187.º parecia afastar a admissibilidade de voto por correspondência nas sociedades anónimas<sup>64</sup>. Com o CSC, o problema continuou a ser discutido<sup>65</sup>. O CVM admitiu-o para as sociedades abertas. Em certos casos, os estatutos da sociedade não o podem afastar: alteração dos próprios estatutos, eleição de órgãos sociais (art. 22.º, 2, CVM).

A reforma do CSC de 2006 veio aceitar o voto por correspondência nas sociedades anónimas se os estatutos não o proibirem (art. 384.º, 9). Tem sido visto como um mecanismo que incentiva a participação de sócios na vida da sociedade: de sócios que não só não podiam participar pessoalmente nos trabalhos da assembleia, como também não podiam ou não queriam arranjar quem os representasse<sup>66</sup>. Mas, como bem lembra Pedro

<sup>62</sup> V. MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 118 e ss..

<sup>63</sup> Para uma análise desses regimes cfr., p. ex., HENRY HANSMANN/REINIER KRAAKMAN, «The basic governance structure», AAVV, *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford University Press, Oxford-New York, 2004, p. 42.

<sup>64</sup> Nesse sentido, V. G. LOBO XAVIER, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, cit., p. 158, nt. 62e, p. 468, nt. 109a.

<sup>65</sup> Sobre o tema, p. ex., J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, II, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 237 e s., Luís MENEZES LEITÃO, «Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais», cit., p. 272.

<sup>66</sup> Para uma análise do sentido do voto por correspondência, PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, cit., p. 749 e ss.. No que diz respeito à representação dos acionistas no exercício do direito de voto, a DDA já lhe tinha dedicado os arts. 10.º e 11.º: v., com análise desenvolvida e lembrando os antecedentes, MERCEDES ZUBIRI DE SALINAS, *El Representante del Socio en las Sociedades de Capital*, Thomson Reuters/ Aranzadi, Cizur Menor, 2015, p. 128 e ss.. Para as sociedades abertas, v. tb. o art. 23.º

Maia<sup>67</sup>, com o voto por correspondência é o direito de influenciar o voto dos ausentes que sai diminuído.

#### 4. Ainda a data de registo. O empréstimo de ações e o *short-selling*

As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao disposto no art. 23.º-C do CVM, que confere o direito a participar na assembleia geral e aí discutir e votar a quem, às 0 horas (GMT) do 5.º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia (data de registo), for titular de ações que lhe confiram pelo menos um voto.

Suponha-se que A celebra com B um contrato de empréstimo (translativo) de ações emitidas pela sociedade C. Suponha-se também que se torna assim possível o exercício do direito de voto por A numa próxima assembleia de sócios da C porque é A que, na data de registo, é acionista. Depois, A vende as ações que tinha adquirido por empréstimo e espera que a cotação das mesmas desça para, posteriormente, adquirir as ações necessárias para cumprir o contrato de empréstimo<sup>68</sup>. A diferença entre

do CVM. A escolha do representante não é assunto que seja desprovido de importância. Nomeadamente, tendo em conta a possibilidade de existência de conflitos de interesses. Sobre as várias possibilidades que os ordenamentos jurídicos acolhem para a escolha de representante (por bancos, administradores, associações de acionistas, representantes profissionais), MARTIN MITTERMEIER, *Empty Voting. Risikoentleerte Stimmrechtausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, cit., p. 222 e ss..

<sup>67</sup> PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, cit., p. 110.

<sup>68</sup> V., sobre o *naked short selling* (*uncovered short selling, ungedeckte Leerverkäufe*) e o *covered short selling*, p. ex., DANIEL KLINGENBRUNN, *Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktsstabilität*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2018, p. 99 e s., MARÍA CRUZ MAYORGA TOLEDANO, *Ventas en corto: concepto, funcionamiento y objetivos*, tirant lo blanch, Valencia, 2018, p. 32 e s. (lembrando o documento da IOSCO sobre *Regulation of short selling*, de 2009); entre nós, PAULA COSTA E SILVA, *As operações de venda a descoberto de valores mobiliários*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, p. 32 e ss., distinguindo entre operações de venda financiada (*covered short selling*) e operações de venda a descoberto (*naked short selling*). V. tb. o Regulamento (UE) 236/2012, entretanto alterado, e a definição de venda a descoberto, bem como o teor do art. 12.º sobre a venda a descoberto de ações em plataformas de negociação, que se explica pelo muito maior risco que envolve para a liquidação e por causar maior volatilidade do mercado (MICHAEL GRUBER, *Leerverkäufe. EU-Leerverkaufs-Verordnung. Level 2-Verordnungen der Kommission*, Linde, Wien, 2014, p. 52). Os Arts. 12.º a 15.º do Regulamento 236/2012 contém várias proibições para vendas a descoberto. No entanto, e como explica PAUL TRITSCHLER, *Die Regulierung von Leerverkäufen als Folge der Finanzkrise*, Peter Lang, Frankfurt-a.-M., 2014, a p. 30, a venda a descoberto tem a

o valor por que A vai adquirir as ações e o valor que receberá quando as restituir a quem lhas emprestou (B) permitirá a A realizar um ganho.

A vota, entretanto, na assembleia geral da sociedade C de forma a procurar conduzir a uma diminuição da cotação das ações. Vota, porém, num momento em que já vendeu as ações, apesar de estar dado como sócio para efeitos daquela assembleia<sup>69</sup>. E não só vendeu, como o fez apostando na descida da cotação das ações para, depois, as voltar a comprar para cumprir o contrato de empréstimo... Ao votar, A teria um interesse negativo na sociedade<sup>70</sup>.

Comportamentos como os que foram descritos podem ter consequências muito sérias nas sociedades participadas. A aquisição de ações por um curto período pode ocorrer para desestabilizar o funcionamento da sociedade sem que se corra o risco económico das más decisões<sup>71</sup>.

Não se pode excluir que existam fundamentos para impugnar a deliberação. Desde logo, poderá eventualmente tratar-se de deliberação anulável (porque abusiva). Ou, até, que a invocação da qualidade de proprietário das ações para poder votar constitua um abuso de direito<sup>72</sup>. Os critérios de imputação de direitos de voto devem igualmente ser tidos em conta. Há, também, que verificar se o comportamento constitui manipulação de mercado ou se existe abuso de informação privilegiada.

vantagem de permitir poupar os custos do negócio de cobertura e evitar as limitações do mercado quanto aos ativos disponíveis no momento. Quanto ao momento em que é necessário ter sido concluído o negócio de cobertura, FRIEDRICH SCHLIMBACH, *Leerverkäufe. Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2015, p. 127 e ss.. Sobre aquele Regulamento 236/2012, v. PAUL TRITSCHLER, *Die Regulierung von Leerverkäufen als Folge der Finanzkrise*, cit., p. 21 e ss., MICHAEL GRUBER, *Leerverkäufe. EU-Leerverkaufs-Verordnung. Level 2-Verordnungen der Kommission*, cit., p. 1 e ss., CRISTINA SOFIA DIAS, «Notas Breves a Propósito de Regulamento sobre Short Selling e Credit Default Swaps», CadMVM, 2011, n.º 39, agosto, p. 60 e ss., MANUEL MONTEIRO, «O Regime Europeu do Short Selling», *Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, II, CadMVM, 2015, n.º 51, agosto, p. 29 e ss., PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 578 e ss.. Importante também é o Regulamento de Execução (UE) 827/2012, que, no seu art. 6.º, trata dos mecanismos e medidas de localização (v. a *locate rule* do art. 12.º, 1, c), do Regulamento 236/2012).

<sup>69</sup> Para um exemplo semelhante, MARCO TAUTGES, *Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership*, Duncker & Humblot, Berlin, 2015, p. 30 e p. 102 e ss.

<sup>70</sup> MARCO TAUTGES, *Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 102.

<sup>71</sup> V. Autorité des Marchés Financiers, *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en périodes d'assemblée Générale d'actionnaires*, 2008, p. 2 e 3, aí se vendo sugerida a privação do direito de voto quanto às ações adquiridas apenas tendo em vista uma certa assembleia.

<sup>72</sup> Para um caso em que o OLG de Munique decidiu que havia abuso de direito (embora o BGH tenha adotado solução diferente), MARCO TAUTGES, *Empty Voting und Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 89.

## 5. Para terminar (por hoje)

A participação dos acionistas na vida da «sua» sociedade poderá constituir um incentivo para que a respetiva administração cumpra os seus deveres para com aquela, os seus sócios, trabalhadores, credores e demais interessados. Referimos alguns dos caminhos que têm sido propostos para se alcançar essa maior participação.

Porém, a boa governação da sociedade anónima não fica garantida apenas com os incentivos que visam aumentar aquela participação. Isso mesmo se torna evidente se recordarmos os riscos inerentes aos negócios com partes relacionadas e os eventuais estímulos que possam existir para a aprovação pelos sócios de medidas arriscadas<sup>73</sup>. Em instituições como os bancos identifica-se uma especial atração pelo risco por parte dos respetivos acionistas (ou, pelo menos, de alguns deles)<sup>74</sup>, o que tornará melindrosa a atribuição a esses sócios da tarefa de controlar a atuação dos administradores<sup>75</sup>.

<sup>73</sup> RUI PINTO DUARTE, «As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (apresentação com algumas opiniões heréticas)», in PAULO CÂMARA (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2017, p. 77, com perspetiva crítica relativamente ainda à Proposta de Diretiva de 2014, escrevia: «a facilitação do ativismo acionista tem efeitos altamente negativos. Com a justificação da necessidade de escrutínio das decisões de gestão, contribui não só para o constrangimento dos gestores como para o aumento dos abusos de minorias rapaces, a multiplicação dos litígios e o afastamento das empresas das bolsas».

<sup>74</sup> V., sobre o tema, KLAUS HOPT, «Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions after the Financial Crisis», *J.Corp.L. Stud.*, 2013, 13, p. 219 e ss., a p. 242.

<sup>75</sup> Segundo o art. 145.º-D, 1, a), do RGICSF, os acionistas devem suportar prioritariamente os prejuízos da instituição e o art. 145.º-L, 5, obriga o Banco de Portugal a exercer os poderes do art. 145.º-I «imediatamente antes ou em conjunto com a aplicação da medida de resolução» se da aplicação desta medida «resultarem prejuízos a suportar pelos credores ou a conversão dos seus créditos» (cfr. tb. o art. 48.º da Diretiva da Resolução – Diretiva 2014/59/UE, de 15 de maio –, bem como os arts. 27.º, 15, e 17.º do Regulamento que estabelece o Mecanismo Único de Resolução – RMUR ou Regulamento 806/2014, de 15 de julho). O facto de os acionistas suportarem as perdas em primeiro lugar deverá levar a que procurem ser mais cautelosos. Nomeadamente quando votam: STEFAN GRUNDMANN/ CHRISTY ANN PETIT/AGNIESZKA SMOLENSKA, «Banking Governance. The EU Regime», in AAVV, *Le traitement des difficultés des établissements bancaires et institutions financières. Approche croisée*, LexisNexis, Paris, 2017, p. 58. Como se lê no Considerando (39) da Diretiva da Resolução, «[d]urante as fases de recuperação e intervenção precoce [...] os acionistas deverão deter a inteira responsabilidade e o total controlo da instituição, exceto se a autoridade competente designar um administrador temporário. Porém, deverão deixar de manter essa responsabilidade assim que a instituição for objeto de resolução».

Os deveres dos acionistas e as consequências da sua violação (especialmente perante credores e outros terceiros) estarão na ordem do dia, sendo aqueles temas especialmente complexos quando envolvem problemas relacionados com o investimento transfronteiriço e as questões de competência dos tribunais<sup>76</sup>, a liberdade de circulação de capitais ou a liberdade de estabelecimento, bem como os pontos de contacto entre o direito das sociedades, o direito da insolvência e a responsabilidade civil extracontratual<sup>77</sup>.

<sup>76</sup> Cfr. JUSTIN BORG-BARTHET, «Jurisdictional barriers to enforcement», in HANNE BIRKMOSE/KONSTANTINOS SERGAKIS (ed.), *Enforcing Shareholders' Duties*, cit., p. 259 e ss., com referência ao que chama «jurisdictional veil» que reforça o «corporate veil».

<sup>77</sup> V., sobre isto, CHRISTOPH TEICHMANN/LOTHAR WOLFF, «Barriers to enforcement of shareholder's duties flowing from primary EU law», in HANNE BIRKMOSE/KONSTANTINOS SERGAKIS (ed.), *Enforcing Shareholders' Duties*, cit., p. 236 e ss., e, em especial quanto à responsabilidade em caso de insolvência, p. 255. O art. 7.º, 1, do Regulamento (UE) 2015/848 estabelece que, em regra, a «lei aplicável ao processo de insolvência e aos seus efeitos é a lei do Estado-Membro em cujo território é aberto o processo», o que revela a importância de saber como se determina o Estado-Membro de abertura do processo de insolvência: sobre os critérios para essa determinação, ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «O Regulamento (UE) 2015/848 relativo aos processos de insolvência», *Estudos de direito da insolvência*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2018, p. 57 e ss..

**RESUMO:** A existência de um dever de lealdade nas sociedades de capitais alemãs foi reconhecida nas primeiras décadas do séc. XX. Mas vista como fruto do espírito da época, a sua invocação foi praticamente abandonada após a queda do regime Nazi. O dever de lealdade apenas voltaria a ser reconhecido nas sociedades de capitais no último quartel do século transacto. É a breve descrição do processo de reconhecimento da existência de um dever de lealdade nas sociedades por acções alemãs que se fará no presente texto.

**Palavras-chave:** accionistas; dever de lealdade; doutrina; jurisprudência; sociedades de pessoas; sociedades de capitais; sociedades de responsabilidade limitada; sociedades por acções; sócios; tribunal.

**ABSTRACT:** The existence of a shareholders' duty of loyalty in German companies was recognized in the first decades of the 20th century. But seen as a result of the spirit of the time, it was practically abandoned after the fall of the Nazi regime. Only in the last quarter of the 20th century a shareholders' duty of loyalty would again be accepted in companies. The present article describes the process of recognition of the existence of a shareholders' duty of loyalty in German public companies.

**Keywords:** shareholders; duty of loyalty; doctrine; jurisprudence; partnerships; private companies; public companies; court.

AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA

## O (re) surgimento do dever de lealdade no direito alemão da sociedade por acções

### 1. Introdução

O conjunto de deveres dos sócios de uma sociedade não pode ser claramente determinado na lei ou nos estatutos, porquanto tendo constituído a sua sociedade para a prossecução de um fim lucrativo, mediado pelo exercício de uma actividade económica, de não mera fruição, a mesma será, de regra, por tempo indeterminado, o que impossibilita a definição de uma vez por todas, e logo à partida, de quais eles possam ser. Pois que os mesmos estarão dependentes das concretas circunstâncias que se venham a verificar ao longo da existência da sociedade e que podem reclamar comportamentos ou omissões não facilmente antecipáveis, e por conseguinte desde o início indetermináveis<sup>1</sup>. Não obstante, a comum

<sup>1</sup> Uwe Hüffer, *Zur gesellschaftsrechtlichen Treupflicht als richterrechtlicher Generalklausel*, in FS für Ernst Steindorff zum 70. Geburtstag, (coord.) Jürgen F. Baur/Klaus J. Hopt/K. Peter Mainländer, Walter De Gruyter, Berlim/Nova Iorque, 1990, p. 96.

intenção de prossecução, da forma mais proveitosa possível, do fim que a todos os levou a constituir a sociedade, impõe aos sócios um dever de consideração e lealdade mais intenso do que os que se verificam nas vulgares relações contratuais<sup>2</sup>.

O comprometimento com o fim comum e a necessidade de considerar os interesses dos demais sócios apenas caso a caso se podem determinar, mas são inegáveis. A estes dois aspectos responde a existência de um dever de lealdade, como regulamentação não escrita do direito das sociedades<sup>3</sup>.

Se hoje se pode dizer pacífica a ideia de que os sócios no exercício dos direitos conferidos para proteção do interesse da sociedade (direitos não egoísticos: direitos-deveres<sup>4</sup>, v.g., direito à gerência) devem orientar-se pela promoção do fim comum e abster-se de tudo o que possa dificultar a sua realização; e que no exercício dos seus direitos egoísticos (v.g., direito aos lucros)<sup>5</sup> se devem orientar pelo princípio da proporcionalidade e evitarem o mais possível prejudicar os interesses dos seus consócios<sup>6</sup>, durante muito tempo foi discutida a questão quanto a saber em que tipos societários se justifica a existência de um dever de lealdade<sup>7</sup>.

A problemática do dever de lealdade nas sociedades apresenta uma tríplice dimensão: dever de lealdade dos sócios para com a sociedade, dos sócios entre si e da sociedade para com os sócios<sup>8</sup>. É sobretudo a segunda dimensão que teremos em vista.

<sup>2</sup> Mathias Habersack, *Die Mitgliedschaft – subjektives und “sonstiges” Recht*, Mohr Siebeck, Tübinga, 1996, p. 95; Jan Dembski, *Gesellschaftsrechtliche Treubindungen von Nichtmitgliedern, insbesondere nachmitgliedschaftliche Treupflichten*, Duncker & Humblot, Berlim, 2009, p. 21.

<sup>3</sup> Karsten Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 2.ª ed., Carl Heymanns Verlag, Colônia/Berlim/Bona/Munique, 1991 (reimpressão de 1994); 3.ª ed.ª, Carl Heymanns Verlag, Colônia/Berlim/Bona/Munique, 1997, p. 481.

<sup>4</sup> Hüffer, p. 62.

<sup>5</sup> Esta separação entre direitos egoísticos (*Eigennützigen Mitgliedsrechten*) e não egoísticos (*gesellschaftsbezogenen Mitgliedsrechten*) é tradicional na jurisprudência do BGH (Bundesgerichtshof: Tribunal Federal) e na doutrina alemã (Hüffer, ib.; Barbara Grunewald, *Gesellschaftsrecht*, 7.ª ed., Mohr Siebeck, Tübinga, 2008, pp. 13-14; Christine Windbichler, *Gesellschaftsrecht*, 22.ª ed.ª da obra fundada por Alfred Hueck, Verlag C. H. Beck, Munique, 2009, pp. 64-65.). Para os primeiros, o dever de lealdade representa um limite; aos segundos transforma-os em direitos-deveres (Hüffer, ib.). A mais tradicional classificação dos direitos dos sócios é a que os separa, quanto ao conteúdo, em direitos patrimoniais (v.g., direito ao lucro) e direitos de co-administração (v.g., direito de voto), p.t., Götz Hueck, *Gesellschaftsrecht*, 19. ed.ª da obra fundada por Alfred Hueck, Verlag CH Beck, Munique, 1991, p. 260.

<sup>6</sup> Hüffer, p. 96.

<sup>7</sup> Dembski, p. 21.

<sup>8</sup> Marcus Lutter, *Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts* –, ACP, vol. 180, 1980, pp. 120, ss. Referindo apenas as duas primeiras, Grunewald, p. 13.

A existência de um dever de lealdade sempre foi admitido nas sociedades de pessoas (*oHG*<sup>9</sup>, *KG*<sup>10</sup>)<sup>11</sup>. Quer dos sócios para com a sociedade, quer dos sócios entre si<sup>12</sup>. Contrariamente, nas sociedades de capitais, o mesmo era recusado, até à segunda metade do séc. XX<sup>13</sup>. Na década de 70 do século passado<sup>14</sup>, com a célebre decisão do BGH, de 05.06.1975 (caso *ITT*), o mesmo passou a ser admitido nas *GmbH*<sup>15</sup>. Continuou recusado nas sociedades por acções (caso *Audi/NSU*). Não obstante, recentemente verifica-se uma tendência inversa, sendo hoje maioritária a doutrina quanto à sua aceitação nas sociedades por acções. Quer no que respeita a um dever de lealdade dos accionistas para com a sociedade, quer do accionista maioritário para com o minoritário (*Linotype*)<sup>16</sup>, quer deste para com aquele (*Girmes*).

É a breve descrição do processo de ressurgimento do dever de lealdade entre os sócios nas sociedades por acções alemãs que nos propomos fazer no presente texto.

<sup>9</sup> *Offene Handelsgesellschaft* (corresponde à sociedade em nome colectivo).

<sup>10</sup> *Kommanditgesellschaft* (sociedade em comandita simples).

<sup>11</sup> Alfred Hueck, *Das Recht der offenen Handelsgesellschaft*, 4.<sup>a</sup> ed.<sup>a</sup>, Walter de Gruyter, Berlim/Nova Iorque, 1971, pp. 192, ss; Martin Weber, *Vormitgliedschätliche Treubindungen*, Verlag C.H. Beck, Munique, 1999, p. 38; Dembski, pp. 22, 24, ss.

<sup>12</sup> Grunewald, p. 257; Dembski, pp. 24, 26.

<sup>13</sup> Dembski, pp. 24, 26, 76.

<sup>14</sup> O BGH invocou o dever de lealdade em decisões anteriores, nomeadamente na célebre decisão de 9 de Abril de 1953 (BGHZ 9, 157, 163), em que se discutiu e se pronunciou a exclusão de um sócio por justa causa, sem cláusula estatutária permissiva, numa *GmbH* (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*: sociedade de responsabilidade limitada). Tendo então o Tribunal Federal alemão declarado que a admissibilidade da exclusão de um sócio na *GmbH* também se podia fundamentar no dever de lealdade (Werner Flume, *Die Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Treupflicht des GmbH-Gesellschafters und des Aktionärs: zugleich eine Besprechung des Girmes-Urteils des BGH vom 20. März 1995 – II ZR 205/94, ZIP 1995, 819, in ZIP 1996, p. 161*). E em 1954, decisão de 09.06.1954 (BGHZ 14, 25, 38), voltou o BGH a mencionar o dever de lealdade dos sócios da *GmbH*, agora como limite para o exercício do direito de voto (Flume, ib.), e também para os accionistas, embora relativamente a estes o mesmo fosse mais ligeiro do que relativamente àqueles (Peter Stelzig, *Zur Treupflicht des Aktionärs unter besonderer Berücksichtigung ihrer geschichtlichen Entwicklung*, Dissertação Münster, 2000, pp. 93-94). Não obstante, em ambos os casos a decisão não se fundou no dever de lealdade (Stelzig, p. 94). Até à decisão *ITT* (BGHZ 65, 15, ss), se o BGH se referia em geral a um dever de lealdade dos sócios, não lhe ligava quaisquer consequências práticas para a decisão dos casos concretos (Flume, ib.; Weber, p. 41). Na decisão de 1954 (BGHZ 18, 350, 365), o BGH em *obter dictum* recusou a existência de deveres de lealdade entre os accionistas.

<sup>15</sup> Weber, p. 115; Stelzig, pp. 98, ss.

<sup>16</sup> Uwe Hüffer, *Aktiengesetz*, 6.<sup>a</sup> ed.<sup>a</sup>, Verlag C.H. Beck, Munique, 2004, § 53 a, n.<sup>o</sup> marg. 14.

## 2. Breve nota histórica ao surgimento do dever de lealdade no direito das sociedades

O dever de lealdade na sociedade por acções já tinha sido aceite na jurisprudência do *Reichsgericht*<sup>17</sup>(RG), tendo nas primeiras décadas do séc. XX (anos 30) obtido particular favor na jurisprudência deste tribunal, muito por força do espírito político do tempo<sup>18</sup>. A ligação à mundividência Nazi veio, no entanto, conspurcar o processo de reconhecimento de um dever de lealdade, tendo levado ao seu abandono após a queda do regime Nazi<sup>19</sup>. Era vista como particularmente sensível, no pós-guerra, a invocação de uma figura, tida por todos, como ligada a uma certa visão da sociedade, como era a do regime Nazi, caracterizada por grandes parangonas morais e éticas<sup>20</sup>. O seu passado ligado às ideias nazis, levou a que quer na jurisprudência, quer na doutrina a referência a um dever de lealdade dos accionistas praticamente desaparecesse<sup>21</sup>.

Não obstante, pontualmente, encontram-se referências ao dever de lealdade<sup>22</sup>.

Como se disse, o RG tinha na célebre decisão *Victoria*<sup>23</sup>, de 31.03.1931, contrariamente ao que afirmara até então, com particular destaque para a não menos célebre decisão *Hibernia*<sup>24</sup>, de 08.04.1908, onde se manteve o entendimento de que o exercício do direito de voto era livre e não podia ser condicionado para lá do que a lei determinava, não gozando a minoria de qualquer outra tutela que não aquela que a letra da lei consagra<sup>25</sup>, e

<sup>17</sup> Tribunal do *Reich*.

<sup>18</sup> Dembski, pp. 50, 77.

<sup>19</sup> Weber, p. 112; Dembski, pp. 76, ss.

<sup>20</sup> "Einer der bezeichnendsten Züge der rechtswissenschaftlichen Literatur im Zeitalter des Nationalsozialismus war die starke Vorliebe für hochtrabende Worte un tönende Phrase (...)" Alfred Hueck, *Der Treuegedanke im modernen Privatrecht*, 1947, pp. 3, ss, *apud Stelzig*, p. 76; Weber, p. 44; Dembski, pp. 22-23. Tendência para tiradas (*Tiraden*) em que também o BGH incorre na decisão *Linotype*, segundo Flume (1996), p. 165) que a apoda de "jurisprudência ético-jurídica".

<sup>21</sup> Dembski, pp. 79, 92, ss.

<sup>22</sup> Dembski, pp. 79, ss.

<sup>23</sup> RGZ 132, 149, ss. Tal como em *Hibernia*, o objecto do litígio versava sobre a supressão do direito de preferência dos accionistas num aumento de capital. Sobre esta decisão, Stelzig, pp. 42, ss.

<sup>24</sup> RGZ 68, 235, ss. O objecto do litígio versava sobre a supressão do direito de preferência dos accionistas num aumento de capital. Sobre esta decisão, Stelzig, pp. 31, ss.

<sup>25</sup> Stelzig, ib..

confirmado na decisão *Senator*, de 29.11.1912<sup>26</sup>, onde, pela primeira vez o RG invocou e discutiu a questão de saber se o exercício do direito de voto estava sujeito aos limites decorrentes da boa fé (*Treu und Glauben*), para responder negativamente, por razões de certeza e segurança jurídica<sup>27</sup>, afastando assim ainda mais a possibilidade da consideração de um dever de lealdade na AG<sup>28</sup>, na decisão *Victoria*, dizíamos, o RG apesar de não invocar a existência de qualquer dever de lealdade ou tão-só do princípio da boa fé, limitando-se a aplicar a cláusula geral dos bons costumes (§ 138 BGB<sup>29</sup>)<sup>30</sup>, considerou, não obstante, que “da capacidade de por meio de deliberação maioritária igualmente decidir pela minoria e com isso, indirectamente, dispor sobre os direitos patrimoniais desta na sociedade, resulta sem mais o dever societário da maioria, de no quadro do interesse comum considerar também os interesses dignos de tutela da minoria e não limitar mais do que o necessário os respectivos direitos”<sup>31</sup>.

Esta decisão do RG, pese embora, como se disse, não mencionar o dever de lealdade, sequer a boa fé, é considerada como precursora da recepção no direito accionário de um dever de lealdade entre os accionistas. Mais precisamente do(s) maioritário(s) para com o(s) minoritário(s)<sup>32</sup>.

O dever de lealdade dos accionistas acabou por ser reconhecido pelo RG, após 1933<sup>33</sup>, influenciado pela visão comunitária (*Gemeinschaftsge-*

<sup>26</sup> RGZ 81, 37, ss. O objecto do litígio versava a questão de saber se sobre o accionista, membro do conselho de fiscalização (*Aufsichtsrat*), impedia uma proibição de voto relativamente à deliberação da sua destituição (Andreas Filmann, *Treuepflichten der Aktionäre*, Peter Lang, Francoforte do Meno/ Berna/Nova Iorque/Paris, 1991, p. 29).

<sup>27</sup> Stelzig, p. 32.

<sup>28</sup> Stelzig, ib..

<sup>29</sup> *Bürgerliches Gesetzbuch* (Código Civil Alemão).

<sup>30</sup> Stelzig, pp. 41 e 43.

<sup>31</sup> “Aus der Befugnis, im Wege des Mehrheitsbeschlusses zugleich auch für die Minderheit zu beschließen und damit mittelbar über deren in der Gesellschaft gebundene Vermögensrechte zu verfügen, ergibt sich ohne weiteres die gesellschaftliche Pflicht der Mehrheit, in Rahmen des Gesamtinteresses auch den berechtigten Belangen der Minderheit Berücksichtigung angedeihen zu lassen unde deren Rechte nicht über Gebühr zu verküzen”. Fórmula análoga a esta utilizou o BGH, na decisão *ITT* (Dembski, p. 75).

<sup>32</sup> Stelzig, p. 43, nota 162.

<sup>33</sup> Pela primeira vez, de forma concludente na decisão de 04.12.1934 (RGZ 146, 71, ss: proibição de voto), depois expressamente na decisão de 22.01.1935 (RGZ 146, 385, ss: abuso de direito de anulação), e diferenciadamente na decisão de 21.09.1938 (RGZ 158, 249, ss: indemnização por violação do dever de lealdade do accionista) (Weber, p. 34; Stelzig, pp. 50, ss, 55, ss, 58, ss). Na primeira destas decisões não se menciona um dever de lealdade, mas apenas uma relação de lealdade/fidelidade (*Treueverhältnis*). Não obstante, a mesma foi entendida como tendo reconhecido a existência de um dever de lealdade dos accionistas (Stelzig, pp. 51-52). Contudo, e como observa Stelzig (p. 52, e nota 216), a

*danken*) do novo poder Nazi. O reconhecimento de um dever de lealdade do accionista era, no entanto, restrito às relações do accionista com a sociedade. Assim na decisão de 22.01.1935, afirmou o RG que o accionista tem um dever de lealdade para com a sociedade. A qual, como membro, deve sentir como sua, e que o dever de lealdade para com a mesma deve constituir a directriz principal da sua actuação<sup>34</sup>. Por outro lado, esse dever de lealdade para com a sociedade obriga todos os accionistas, sem diferença consoante a respectiva participação social<sup>35</sup>.

Esta posição do RG foi reafirmada na jurisprudência subsequente deste tribunal. Já quanto à existência de um dever de lealdade também entre os accionistas, o RG mostrou-se sempre céptico<sup>36</sup>. Na decisão de 21.09.1938, a qual é normalmente apontada como sendo aquela em que pela primeira vez o RG reconheceu deveres de lealdade entre os accionistas<sup>37</sup>, o Tribunal do *Reich* deixou a questão da existência de deveres de lealdade entre os accionistas em aberto<sup>38</sup>. E a questão não voltou a ser equacionada até ao fim da II Guerra Mundial<sup>39</sup>. Contudo, e como se referiu, com a queda do regime Nazi, a referência a um dever de lealdade nas AG foi ignorada<sup>40</sup>. Mesmo nesta dimensão de dever do accionista em face da sociedade<sup>41</sup>. A partir de então as referências a um dever de lealdade praticamente desaparecem.

relação de fidelidade que o tribunal menciona, e que é normalmente interpretada como referida à sociedade, parece ter em vista a comunidade do povo (*Volksgemeinschaft*). A qual poderia conter como subespécie a comunidade dos accionistas de uma sociedade por acções, mas não apenas (ib.). Sobre as duas primeiras decisões, e sobre as dúvidas que suscitaron na doutrina, nomeadamente quanto à propriedade da utilização do conceito *dever*, a propósito de um dever de lealdade dos accionistas, e sobre relativamente a quem o mesmo existiria, vide Friedrich Klausing, *Treupflicht des Aktionärs?: Gedanken über "Aktienrechtsreform" und "Wirtschaftsethos"*, Beiträge zum Recht des neuen Deutschland, Festschrift für Franz Schlegelberger, (coord.) Erwine Bumke/J. Wilhelm Hedemann/Gustav Wilke, Verlag Franz Vahlen, Berlim, 1936, pp. 405, ss, 425, ss.

<sup>34</sup> "Der Aktionär hat sich als Glied der Gemeinschaft zu fühlen, der er angehört, und die Treupflicht gegenüber dieser Gemeinschaft zur obersten Richtnur seines Handelns zu machen." (it. no original).

<sup>35</sup> Stelzig, p. 58.

<sup>36</sup> Stelzig, pp. 58, ss; Dirk Verse, *Treupflicht und Gleichbehandlungsgrundsatz*, in Aktienrecht im Wandel, Band II, Grundsatzfragen des Aktienrechts, (coord.) Walter Bayer/Mathias Habersack, Mohr Siebeck, Tübinga, 2007, p. 596.

<sup>37</sup> Stelzig, p. 58.

<sup>38</sup> Stelzig, p. 59.

<sup>39</sup> Stelzig, p. 62.

<sup>40</sup> Stelzig, pp. 76, ss, 79, 93.

<sup>41</sup> Stelzig, p. 85, citando Joachim Meyer-Landrut, *Der "Mißbrauch" aktienrechtlicher Minderheits- oder Individualrechte, insbesondere des Auskunftsrechts*, in FS Wolfgang Schilling, Ber-

### 3. O dever de lealdade e a natureza de pessoa jurídica das sociedades de capitais

Em termos dogmáticos, a dificuldade da admissibilidade de um dever de lealdade nas sociedades de capitais (AG, *KaA*<sup>42</sup>, *GmbH*), prendia-se com a sua natureza de pessoa jurídica<sup>43</sup>. Na verdade, a existência de um dever de lealdade nas sociedades de pessoas (*oHG*, *KG*) sustentava-se no facto de tais sociedades serem apenas contratuais. Quer isto dizer resultarem de um contrato, mas não darem surgimento a uma pessoa jurídica. As relações contratuais entre a sociedade e os sócios e destes entre si<sup>44</sup> explicavam facilmente que, tal como em qualquer outro contrato, se reconhecesse a existência de deveres de lealdade, ainda que aqui de maior intensidade<sup>45</sup>, quer dos sócios para com a sociedade, quer dos sócios entre si<sup>46</sup>.

Nas *AG* e nas *GmbH*, contrariamente, dizia-se que o contrato se autonomizava dos sócios, cujas relações passavam a ser com a pessoa jurídica. Pelo que não se podia falar de relações entre os sócios e, por conseguinte, de um dever de lealdade que os mesmos obrigasse<sup>47</sup>. Por outro lado, também em face da sociedade a separação entre os sócios e a pessoa jurídica sociedade impedia que se pudesse aceitar a existência de um dever de lealdade destes para com aquela<sup>48</sup>. No exercício dos seus direitos, os sócios

lim/Nova Iorque, 1973, p. 239. No mesmo sentido, se pronunciaram Rudolf Nirk, in *Handbuch der Aktiengesellschaft*, (coord.) Philipp Mohring, Rudolf Nirk, Gerhard Tank, (apud, Stelzig, p. 86), e Werner Flume, *Die Juristische Person*, Springer Verlag, Berlim, 1983, p. 270.

<sup>42</sup> *Kommanditgesellschaft auf Aktien* (sociedade em comandita por ações).

<sup>43</sup> BGH, ZIP 1988, p. 305; Weber, p. 115.

<sup>44</sup> A *zweiseitiges Vertragsverhältnis* de que falam os AA alemães (Weber, p. 149): para com a *Gesamthand* (sociedade) e para com os consócios.

<sup>45</sup> Weber, p. 110; Dembski, pp. 65, ss.

<sup>46</sup> Hüffer (1990), p. 65; Dembski, pp. 21, 24, 26.

<sup>47</sup> Hüffer, ib.; Dembski, pp. 25, 28, ss. Na decisão ITT, de 05.06.1975, o BGH expressamente referiu esta dificuldade, mas considerou desnecessário discuti-la: "Hierzu bedarf es keiner generellen Auseinandersetzung mit der umstrittenen Frage, ob und inwieweit die gesetzliche Ausgestaltung der GmbH als juristische Person Raum für die Annahme lässt, daß Rechte und Pflichten ihrer Gesellschafter nicht nur ihr zugeordnet seien, sondern auch zwischen diesen selbst bestehen können.". Reconhecendo isto, Weber, p. 115.

<sup>48</sup> Peter Ulmer, *Begründung von Rechten für Dritte in der Satzung einer GmbH?*, in FS für Winfried Werner zum 65. Geburtstag am 17.Okttober 1984. Handelsrecht und Wirtschaftsrecht in der Bankpraxis, (coord.) Walther Hadding/Ulrich Immenga/Hans-Joachim Mertens/Klemens Pleyer/Uwe H. Schneider, Walter De Gruyter, Berlim/Nova Iorque, 1984, p. 911; Hüffer, ib.; Dembski, pp. 25, 28, 67.

não se encontravam limitados, podendo exercê-los do modo que julgassem mais adequado à satisfação dos seus próprios interesses<sup>49</sup>.

Actualmente, considera-se que, tal como nas sociedades de pessoas, também nas sociedades de capitais o dever de lealdade para com a sociedade tem a sua fonte no acto constitutivo, como contrato de organização<sup>50</sup>. Porquanto os sócios pelo contrato de sociedade simultaneamente criam a base jurídica da sociedade como sujeito de imputação e das relações dos sócios com a sociedade. E assim do seu dever de lealdade em face desta<sup>51</sup>. Não sendo necessário recorrer a uma putativa relação especial (*Sonderbeziehung*) entre os sócios<sup>52</sup>, nascida da própria relação de socialidade que explicaria quer os deveres dos sócios em face da sociedade quer em face uns dos outros<sup>53</sup>, tanto mais que o seu significado não é uniforme<sup>54</sup>. Mas considerando que é a relação de socialidade o fundamento do dever de lealdade, acaba por ser questão meramente terminológica reconduzi-lo a uma relação especial (*Sonderbeziehung*) ou aos próprios estatutos<sup>55</sup>.

Mas não é diverso o fundamento do dever de lealdade entre os sócios. A grande divergência doutrinal quanto à existência deste dever entre os sócios reconduzia-se à ideia de que o contrato de sociedade é um contrato de organização e, como tal, não pode ser o suporte de relações entre os sócios.

<sup>49</sup> BGH, decisão de 09.06.1954 (BGHZ 14, 38): "Kein Aktionär müsse bei der Stimmrechtsausübung oder bei anfechtung eines Gesellschafterbeschlusses seine eigene Interessen hinter die der Aktiengesellschaft zurückstellen.", "Nenhum accionista está obrigado no exercício do seu direito de voto ou anulação de uma deliberação dos sócios a colocar os seus próprios interesses atrás dos da sociedade."

<sup>50</sup> Hüffer (1990), p. 66; Weber, p. 149.

<sup>51</sup> Hüffer, ib.; Dembski, pp. 25, 81.

<sup>52</sup> E muito menos, como chegou a ser defendido para as *GmbH*, a existência entre os sócios, a par e em simultâneo com aquela, de uma sociedade civil (*GbR*), no âmbito de um pacto parassocial, para explicar as relações pessoais entre eles fundadoras de deveres de lealdade (Weber, pp. 116, ss, Dembski, pp. 29, ss). Segundo esta tese (*Verhoeven*), os sócios fundadores com a criação da *GmbH* acordavam, de modo implícito embora, sem qualquer expressão nos estatutos e, por isso, parassocialmente pois, em confiança plena cooperarem na sociedade para a promoção do objecto social (Weber, pp. 117-118). O registo da *GmbH* constituiria apenas uma realização parcial dos objectivos dos sócios. Apesar dele, continuaria a comunidade de actuação acordada pelos sócios, que os obrigaria no quadro de uma sociedade civil, e da qual surgiriam os deveres de lealdade pessoais (Weber, p. 118; Dembski, p. 29). Para a crítica desta posição, vide Weber, pp. 118-119 e Dembski, pp. 30-31.

<sup>53</sup> Neste sentido, Lutter (1980), p. 122; K.Schmidt, pp. 448, ss.

<sup>54</sup> Hüffer (1990), p. 68; Dembski, p. 26.

<sup>55</sup> Dembski, ib..

Esta ideia não parece de subscrever, porquanto os deveres de lealdade que, seguramente, antes do registo, na pré-sociedade pois, existem entre os sócios, não desaparecem com aquele registo<sup>56</sup>. Transitam para a sociedade. Esta não é um novo em face daquela, mas tão-só uma sua outra expressão. Por outro lado, o contrato de sociedade não regula apenas as relações dos sócios com a sociedade, mas também as relações dos sócios entre si. Fundamentalmente, o registo não modifica as relações dos sócios. Assim, tem de se entender que o contrato de sociedade é o fundamento das relações entre os sócios e, como tal, do dever de lealdade em face uns dos outros<sup>57</sup>.

#### 4. A paulatina mudança

No que respeita à existência de um dever de lealdade dos accionistas para com a sociedade, as posições restritivas, influenciadas ainda pelos ecos do 3.º Reich, de que falávamos há momentos, foram desaparecendo e dando lugar a posições quer na doutrina quer na jurisprudência a reconhecê-lo<sup>58</sup>. Já a existência de deveres de lealdade entre os accionistas, de que, como vimos, mesmo o RG se mostrou céptico, continuou a ser recusada pelo BGH<sup>59</sup>.

A situação começa a mudar com, mais do que o mero reconhecimento<sup>60</sup> da existência de um dever de lealdade entre os sócios das sociedades de responsabilidade limitada (*GmbH*), a sua convocação para a concreta resolução do litígio no célebre caso *ITT*<sup>61</sup>. Considerando o BGH que internamente a estrutura da *GmbH* se aproxima de uma sociedade de pessoas<sup>62</sup>, e dado que nestas a existência de deveres de lealdade entre os sócios é desde sempre pacífica<sup>63</sup>.

<sup>56</sup> Hüffer (1990), p. 67; Weber, p. 150.

<sup>57</sup> Hüffer (1990), p. 68; Weber, p. 152; Dembski, pp. 26, 81.

<sup>58</sup> Filmann, p. 45, e doutrina indicada na nota 211, da mesma pág..

<sup>59</sup> Filmann, p. 46.

<sup>60</sup> Como se disse (*supra*, nota 14), o BGH já tinha admitido a existência de deveres de lealdade na *GmbH*, mas sem daí retirar consequências práticas.

<sup>61</sup> BGHZ 65 (15), 18, ss; Wolfram Timm, *Höchstrichterliche Rechtsprechung zum Handels- und Gesellschaftsrecht*, C.H.Beck'sche Verlagbuchhandlung, Munique, 1995, pp. 210-214. Hüffer (1970), p. 62.

<sup>62</sup> Dirk Verse, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, Mohr Siebeck, Tubinga, 2006, p. 42; id. (2007), p. 595.

<sup>63</sup> Hueck, pp. 192, ss; Dembski, pp. 21, ss.

#### 4.1. O caso Audi/NSU

Nas AG, a situação começa a mudar a partir de uma decisão do BGH, em que justamente se reafirmou a inexistência de um dever de lealdade entre os accionistas. Trata-se do célebre caso Audi/NSU<sup>64</sup>.

A situação era a seguinte: A *Volkswagen AG* (VW) era accionista (75%)<sup>65</sup> da *AUDI-NSU AG* e pretendia incorporá-la, para o que celebrou, em 23.04.1971, um contrato de domínio com esta, e obrigou-se a adquirir, dentro do prazo de seis meses contados do conhecimento do registo do contrato, a todo e qualquer accionista da *Audi/NSU* as suas acções por troca com acções da VW, na proporção de 2,5:1, determinada com base num relatório preparado por um revisor de contas. O contrato necessitava de ser aprovado por deliberação dos accionistas, por maioria de 3/4. A assembleia geral respectiva realizou-se em 22.06.1971, e a deliberação foi aprovada com a necessária maioria<sup>66</sup>, pois que a VW, por si só, dispunha da maioria de votos necessária. O pedido de registo do contrato foi apresentado em 19.11.1971, e publicitado em 24.11.1971. A 22.04.1971, a cotação das acções de uma e outra diferia em cerca de 40 DM<sup>67</sup>, a favor das acções da VW<sup>68</sup>. Em resultado da oferta, a cotação das acções da *Audi/NSU* afundou. Muitos dos accionistas da *Audi/NSU* recusaram a troca de acções, na proporção oferecida. Com particular destaque para o *Israel British Bank Ltd. (IBB)*, que impugnou a deliberação de aprovação do contrato de domínio, e obteve uma providência cautelar a impedir o registo do contrato. Entretanto, a VW enfrentava constrangimentos temporais, porquanto por razões fiscais pretendia compensar os seus lucros com os prejuízos da *Audi/NSU*. Para o que era necessário que a operação se concretizasse antes do final do ano de 1971. Assim, entrou em negociações com o IBB. A cotação das acções da *Audi/NSU* recuperou no entretanto, subindo ligeiramente acima da cotação anterior à proposta da VW<sup>69</sup>. Para evitar movimentos especulativos, a cotação das acções da *Audi/NSU* foi suspensa<sup>70</sup>, enquanto decorriam as negociações entre a VW e o IBB. A VW

<sup>64</sup> BGH, JZ, 1976, p. 562: caso *Audi/NSU*; Timm, pp. 214-216; Verse (2006), pp. 595, e nota 90, 598.

<sup>65</sup> Marcus Lutter, *Zur Treuepflicht des Großaktionärs*, JZ, Ano 31, n.º 8, 1976, p. 225.

<sup>66</sup> Lutter (1976), ib.

<sup>67</sup> Deutsche Mark (marco alemão).

<sup>68</sup> Thomas Jilg, *Die Treuepflicht des Aktionärs*, Peter Lang, Berlim, 2005, p. 98. Lutter (p. 225) diz que a cotação das acções da *Audi/NSU* era ligeiramente superior às da VW.

<sup>69</sup> Entre 26 de Outubro e 2 de Novembro de 1971, a cotação das acções *Audi/NSU* oscilou entre 140/ 142 e 144/147 DM (Jilg, p. 98).

<sup>70</sup> Entre 3 e 4 de Novembro de 1971 (Jilg, ib.).

e o *IBB* acabaram por chegar a acordo, em 4.11.1971, e aquela adquiriu as acções deste na *Audi/NSU* ao preço de 226 *DM*, a ser pago em dinheiro. Um valor várias vezes superior ao da proposta inicial da *VW*. Valor este que a *VW* propôs, em seguida, aos accionistas permanentes da *Audi/NSU*. Um accionista que, não tendo conseguido aguentar a pressão, vendeu as suas acções pouco antes daquele acordo entre a *VW* e o *IBB*, por um valor inferior em cerca da 80 *DM* ao resultante do acordo, intentou uma ação judicial, visando ser resarcido do prejuízo resultante da diferença de preço. Entre outros, invocou a violação do dever de lealdade do accionista maioritário *VW* em face dos accionistas minoritários. O *BGH* indeferiu a pretensão, e afirmou que os accionistas não tinham qualquer dever de lealdade entre si, e em todo o caso o mesmo, ainda que existisse, não seria fundamento para uma responsabilização por perdas patrimoniais que os assuntos internos da sociedade podem provocar, como era o caso<sup>71</sup>.

A decisão suscitou críticas inflamadas por grande parte da doutrina<sup>72</sup>. Nomeadamente, por recusar a existência de um dever de lealdade entre os accionistas.

#### 4.2. O caso *Kali & Salz* e o controlo de validade material das deliberações sociais

Essas críticas vieram a ter eco na posição do mais alto tribunal alemão, que, não tendo reconhecido um dever de lealdade entre os accionistas, não obstante, passou a submeter a um controlo de validade material as deliberações da maioria que contendessem com os interesses da minoria.

Essa posição foi pela primeira vez adoptada em *Kali und Salz*<sup>73</sup>. No caso tratava-se de uma deliberação de aumento de capital com supressão do direito de preferência dos accionistas. A despeito de a deliberação ter sido aprovada pela maioria qualificada prevista na lei, tendo em conta o gravame que a mesma representava para os accionistas minoritários, com alteração da respectiva posição relativa na sociedade, o supremo tribunal alemão, apoiando-se na doutrina de Wolfgang Zöllner<sup>74</sup>, segundo a qual

<sup>71</sup> Jilg, p. 99.

<sup>72</sup> Lutter (1976), pp. 225, ss; Harm Peter Westermann, *Zum Verhalten des Großaktionärs bei Umtauschangeboten gem. § 305 AktG – Anmerkung zu BGH*, Urt. v. 16.2.1976 (II ZR 61/74), AG 1976, pp. 309, ss, *apud* Jilg, p. 100, ss.

<sup>73</sup> BGHZ 71 (40), 44, ss.

<sup>74</sup> *Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden*, C.H.Beck'sche Verlagsbuchhandlung, Munique/Berlim, 1963, pp. 350, ss.

a possibilidade de o exercício dos direitos dos sócios poder afectar negativamente os interesses dos demais sócios reclama que os mesmos sejam tomados em consideração pelo maioritário (Poder/Responsabilidade), entendeu que a maioria qualificada por si só não era suficiente para justificar a validade da deliberação, e submeteu-a a pressupostos não escritos de validade, naquilo que se veio a designar: controlo de validade material das deliberações<sup>75</sup>.

E assim defendeu, contrariamente ao que era a prática jurisprudencial, que a maioria ao aprovar uma deliberação susceptível de afectar os interesses dos sócios minoritários deveria tomá-los em consideração. Só sendo materialmente justificada, e logo válida, a deliberação quando seja reclamada pela satisfação do interesse da sociedade, e por apelo ao princípio da proporcionalidade, seja ainda necessária para a realização desse interesse, e não agrave mais do que o estritamente indispensável, os interesses dos sócios minoritários. O controlo de validade material significa assim que a deliberação que afecte gravemente os interesses dos minoritários deve ser adequada à satisfação do interesse da sociedade, deve ser necessária para a realização desse interesse, e deve ser o menos possível invasiva da posição dos minoritários.

Esta doutrina ficou conhecida pela fórmula com que a crismou Herbert Wiedemann<sup>76</sup> : *Lehre vom sachlichen Grund*, embora muitas outras sejam usadas pela doutrina, v.g. *materielle Besschlusskontrolle*, *Inhaltskontrolle*, *Erfordernis sachlicher Rechtfertigung*<sup>77</sup>. Pese embora o amplo acolhimento junto da doutrina<sup>78</sup>, Verse<sup>79</sup> considera que o princípio da igualdade de tratamento dos sócios já permitia fundamentar e de modo mais adequado a solução: pois que se tratava de uma decisão da sociedade, através do seu órgão de direcção, de preferir o sócio maioritário em face dos demais sócios, com o que se teria consumado uma violação daquele princípio.

Apesar de o BGH na sua decisão não ter invocado qualquer dever de lealdade entre os accionistas, a doutrina entendeu maioritariamente aquela justificação material como expressão dum tal dever<sup>80</sup>. O que signi-

<sup>75</sup> Verse (2007), p. 596.

<sup>76</sup> *Minderheitsrechte ernstgenommen. Gedanken aus Anlass der Magna Media-Entscheidung des BayObLG Zip 1998, 2002*, ZGR, vol. 28, n.º 6, 1999, p. 859.

<sup>77</sup> Verse (2006), p. 37, nota 124.

<sup>78</sup> Verse, ib..

<sup>79</sup> (2007), pp. 599, nota 116, 607.

<sup>80</sup> V.g., Wolfram Timm, *Der Mißbrauch des Auflösungsbeschlusses durch den Mehrheitsgesellschafter: Zugleich Anmerkung zum BGH JZ 1980, 355, JZ, Ano 35, n.º 20, 1980*, p. 667; Lutter, (1980), p. 123, ss, Flume (1996), p. 164, chamando a atenção para o facto de, embora a doutrina assim o considerar, o BGH em *Kali & Salz*, tal como o RG em 1931 (RGZ 132, 149,

fica que a decisão *Kali & Salz* é uma espécie de prolegómeno do dever de lealdade na jurisprudência daquele supremo tribunal alemão.

#### 4.3 O caso *Linotype* e o reconhecimento de deveres de lealdade do accionista maioritário em face dos minoritários

E assim em 1988, na decisão *Linotype*<sup>81</sup>, reverteu a sua posição de recusa da existência de um dever de lealdade dos sócios entre si e passou a defender que o accionista maioritário tinha um dever de lealdade para com os minoritários.

A situação era a seguinte<sup>82</sup>: Estava em causa uma deliberação de dissolução da *Stempel-AG* e a aquisição da parte mais substancial do património de exploração mercantil da sociedade dissolvida pelo sócio maioritário, a *Linotype-GmbH*. A qual apenas com os seus votos (96% do CS<sup>83</sup>) tinha feito aprovar aquela deliberação. A deliberação de dissolução aprovada pela *Linotype-GmbH*, foi considerada abusiva por um sócio minoritário, titular de 4 votos<sup>84</sup>, que a impugnou, já que, na sua perspectiva, não existia qualquer razão para a dissolução, pois a sociedade era sólida e muito rentável, tendo aquele, entre outros (v.g., falta de fundamento para a deliberação, fraude às normas da fusão, abuso de maioria), invocado que a sócia maioritária o pretendia excluir "auf kaltem Wege"<sup>85</sup>.

O BGH desconsiderou todos os argumentos do sócio minoritário, mas entendeu que se verificou uma violação do dever de lealdade do maioritário em face do minoritário, porquanto o prévio acordo do maioritário com a administração da *Linotype* para a aquisição do património de exploração mercantil, após a dissolução da sociedade<sup>86</sup>, teria impedido a administração de, no âmbito do processo de liquidação, poder obter um maior valor pelo respectivo património. Com o que, supostamente, o

163), não ter apelado para o dever de lealdade; Verse (2006), pp. 36, ss, 54, ss; id. (2007), pp. 597, 600.

<sup>81</sup> BGH, v. 01.01.1988 – II ZR 75/87, ZIP 1988, pp. 301, ss.

<sup>82</sup> Vide a descrição do caso em Timm (1995), pp. 216, ss; Jilg, p. 1 e nota 1.

<sup>83</sup> Os restantes 4% estavam amplamente disseminados.

<sup>84</sup> Grunewald (p. 259) diz que era titular de 4 ações, mas quer a decisão do BGH (ZIP 1988, p. 301), quer a do tribunal recorrido, o OLG Frankfurt a.M. (ZIP 1991, p. 657) apenas referem que o accionista era titular de 4 votos.

<sup>85</sup> Joachim Hennrichs, *Treupflichten im Aktienrecht – zugleich Überlegungen zur Konkretisierung der Generalklausel des §242 BGB sowie zur Eigenhaftung des Stimmrechtsvertreters*, AcP, vol. 195, n.º 3, 1995, p. 224.

<sup>86</sup> A situação era idêntica à de BGH, v. 28.1.1980: vide, Verse (2006), p. 43.

maioritário teria obtido uma vantagem indevida, na medida em que teria ficado com o referido património em condições financeiras inferiores às que resultariam do mercado.

O BGH, contudo, devolveu a questão da verificação da existência de uma violação do dever de lealdade ao tribunal recorrido. Este acabou concluindo pela não verificação de qualquer violação do dever de lealdade, julgando a acção de impugnação improcedente por abusiva<sup>87</sup>.

Werner Flume<sup>88</sup> entende que, no caso, a invocação da violação de um dever de lealdade em nada contribuiu para a resolução da situação, que se apoiou na obtenção de vantagens indevidas, nos termos do § 243/2 AktG. Mas a doutrina maioritária colocou-se ao lado do BGH, considerando que a obtenção de vantagens indevidas representa uma violação do dever de lealdade, constituindo, por isso, motivo de anulação da deliberação respectiva, nos termos do §243/1 AktG<sup>89</sup>. O que torna praticamente inútil o §243/2 AktG, e daí a sua prática não invocação pelos tribunais para a resolução de problemas relacionados com a obtenção indevida de vantagens<sup>90</sup>.

Em *Linotype* não estavam em causa interesses da sociedade, pois que as sociedades não têm interesse na sua própria existência<sup>91</sup>. Por conseguinte, os interesses em causa eram apenas os dos sócios. O dever de lealdade entre os sócios só assume relevo próprio em face do dever de lealdade para com a sociedade quando não estejam em causa interesses desta<sup>92</sup>.

Não obstante, nem todos assim entendem, existindo quem seja de parecer que o dever de lealdade apenas existe nas relações entre os sócios, já que entre os sócios e a sociedade a existência de um dever de lealdade é dispensável, pois a sociedade não é uma empresa em si (*Unternehmen an*

<sup>87</sup> OLG (Oberlandesgericht) *Frankfurt am Main*, v. 19.02.1991, ZIP 1991, pp. 657, 658, 660; Flume (1996), p. 163; Michael Willms, *Auflösung einer Kapitalgesellschaft und Vermögensübernahme durch den Mehrheitsgesellschafter oder dessen Tochtergesellschaft*, Peter Lang, Francoforte do Meno/Berlim/Berna/Bruxelas/Nova Iorque/Viena, 1999, p. 3 e nota 11.

<sup>88</sup> (1996), 162.

<sup>89</sup> Verse (2006), pp. 48 e 49.

<sup>90</sup> Verse, ib..

<sup>91</sup> Hartwig Henze, *Auflösung einer Aktiengesellschaft und Erwerb ihres Vermögens durch den Mehrheitsgesellschafter*, ZIP, 1995, p. 1480; Hennrichs, pp. 260 e 261, apelando à fórmula de Lutter: "Es gibt kein rechtlich geschütztes Interesse der Korporation selbst, stets und immer am Leben zu bleiben."; Verse (2006), p. 599.

<sup>92</sup> Hennrichs, p. 255; Hartwig Henze, *Treupflichten der Gesellschafter im Kapitalgesellschaftsrecht*, ZHR, vol 162, 1998, p. 187.

*sich*)<sup>93</sup>. Posição que faz lembrar a de Schlegelberger, para quem o dever de lealdade nas AG apenas existia entre os accionistas, mas não entre estes e a AG<sup>94</sup>. Aliás, nos anos 20 e 30 do séc. XX, a existência de um dever de lealdade entre os accionistas entre si e entre estes e a AG foi muito influenciada pelo debate da teoria da *Unternehmen an sich*<sup>95</sup>.

Também a existência de um dever de lealdade da sociedade para com os seus sócios é questionada<sup>96</sup>. Segundo Michael Kort<sup>97</sup>, a existir o dever de lealdade seria não da sociedade, mas sim dos órgãos ou dos membros dos órgãos sociais em face dos sócios<sup>98</sup>.

#### 4.4. A co-existência da doutrina do controlo material e do dever de lealdade dos accionistas

A despeito de a partir da decisão *Linotype* o BGH ter reconhecido a existência de deveres de lealdade do accionista maioritário em face dos minoritários, não abdicou do recurso à doutrina do controlo material de validade.

A invocação da justificação material (*Lehre vom sachlichen Grund*) e do dever de lealdade para sindicar deliberações dos sócios levanta problemas de fronteira, na medida em que, como acentua Verse<sup>99</sup>, o controlo material tende a ser visto como uma expressão deste dever, pela maioria da doutrina<sup>100</sup>. Sobretudo quando o BGH, como *Kali und Salz* e *Linotype* demonstram, os diferencia<sup>101</sup>. Urge, pois, a determinação do espaço de um e de outro.

<sup>93</sup> Vide a opinião de um participante no Simpósio organizado pelo 80.º aniversário de Walter Stimpel, sobre o dever de lealdade nas sociedades por acções, indicada pelo relator, Matthias Casper (*Discussionsbericht zu den Referenten Lutter und Henze*, ZHR, vol. 162, 1998, p. 199), no ponto II, n.º 1 do seu relatório, e que mereceu a simpatia do próprio homenageado.

<sup>94</sup> *Apud Stelzig*, pp. 64 e 65.

<sup>95</sup> V.g., Siebert, Fechner: vide Stelzig, pp. 66, nota 279, 70.

<sup>96</sup> Vide os AA referidos por Verse (2006), pp. 88, ss.

<sup>97</sup> *Rezension zu T. Raiser, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Aufl., München 2001*, ZHR, vol. 166, 2002, p. 368.

<sup>98</sup> Para a crítica desta posição, Verse (2006), pp. 89 e 90.

<sup>99</sup> (2006), pp. 18, ss; id. (2007), p. 599.

<sup>100</sup> Vide a doutrina indicado por Stelzig, p. 89.

<sup>101</sup> Stelzig, p. 89; Verse (2006), pp. 45 e 46.

Segundo Verse<sup>102</sup>, seguindo Karsten Schmidt<sup>103</sup>, o controlo material representa um controlo interno da deliberação mais acentuado, enquanto o dever de lealdade funciona caso a caso para dissipar situações abusivas. Os dois encontrar-se-iam, segundo K.Schmidt, numa relação de regra-exceção: o controlo interno pergunta pela justificação material da deliberação, cuja demonstração é ónus da sociedade; o controlo por invocação do dever de lealdade parte da ideia da conformidade da deliberação, e pergunta se, em atenção às particularidades do caso concreto, a mesma não será abusiva<sup>104</sup>.

Sem prejuízo, Verse<sup>105</sup> é de parecer que a doutrina do controlo material das deliberações apenas excepcionalmente pode funcionar, sob pena de se limitar desproporcionadamente a autonomia da sociedade. Apenas em situações muito raras, em que os pressupostos de funcionalidade da maioria não se verifiquem, se poderá sujeitar as deliberações a um controlo de validade material<sup>106</sup>. Em regra, o funcionamento da maioria assegura que o resultado deliberativo é o que melhor corresponde ao interesse da sociedade, porquanto os interesses de todos os sócios, quer os da maioria quer os da minoria, são idênticos<sup>107</sup> <sup>108</sup>; só quando a maioria seja usada disfuncionalmente, o que apenas excepcionalmente ocorrerá, se poderá recorrer a um controlo de validade material<sup>109</sup>. O que significa, desde logo, que não sendo conveniente submeter todas as deliberações a um controlo de validade material, e não existindo consenso quanto às deliberações que estariam sujeitas a um tal controlo de validade material, se acaba por cair numa situação de grande insegurança jurídica. Particularmente inconveniente para a tutela dos interesses envolvidos. Daí que, actualmente, se verifique um movimento no sentido do abandono da doutrina do controlo de validade material<sup>110</sup>.

<sup>102</sup> (2006), p. 47; id. (2007), p. 599.

<sup>103</sup> (1994), pp. 481, ss.

<sup>104</sup> Verse, (2006), ib.; id. (2007), ib.

<sup>105</sup> (2007), pp. 603, ss.

<sup>106</sup> Verse (2007), p. 604.

<sup>107</sup> De garantia de justiza procedural, fala Lorenz Fastrich (*Funktionales Rechtsdenken am Beispiel des Gesellschaftsrecht*, Walter de Gruyter, Berlim/Nova Iorque, 2001, pp. 49, ss), apud Verse (2007), ib..

<sup>108</sup> Sobre a garantia de justiça como resultado processual, Arthur Kaufmann, *Filosofia do direito*, 4.<sup>a</sup> ed.<sup>a</sup>, tradução de António Ulisses Cortês, Fundação Calouste Gulbenkian – Serviço de Educação e Bolsas, Lisboa, 2010, pp. 393, ss, 426, ss.

<sup>109</sup> Verse, ib..

<sup>110</sup> Verse (2007), pp. 597-598.

#### 4.5. O caso *Girmes* e o reconhecimento de um dever de lealdade do accionista minoritário em face da maioria

O reconhecimento da existência de deveres de lealdade entre os accionistas na AG não completou o trajecto da afirmação deste dever nas sociedades anónimas. Com efeito, tal reconhecimento, como se disse, apenas se verificou relativamente ao accionista maioritário em face dos minoritários, mas não destes em face daquele. Sempre se considerou que ao accionista minoritário nenhum dever de lealdade se impunha, pois que não têm condições de influenciar a vida social, e logo de poderem afectar negativamente os interesses da maioria. Sendo mesmo, em regra, reconhecido ao pequeno accionista um "direito ao desinteresse"<sup>111</sup>.

Mas do mesmo modo que isso não pode significar que na sociedade anónima não exista um dever de lealdade entre os accionistas, como se reconhece nos demais tipos sociais, tão-pouco se pode pretender que um tal dever de lealdade apenas se verifica quanto ao accionista maioritário. Essa ideia, que esteve presente no direito accionário durante muito tempo, foi abalada por um célebre caso judicial: *Girmes*<sup>112</sup>.

A situação era a seguinte<sup>113</sup>:

A *Girmes* AG encontrava-se desde os princípios dos anos 80 do século passado em situação financeira difícil. Em 31 de Dezembro de 1988, o património líquido da sociedade era inferior a metade do capital social, cujo montante era de 50 milhões de marcos alemães. Na assembleia geral de 3 de Fevereiro de 1989, foi apresentada uma proposta de saneamento financeiro pela direcção, resultado de negociações com os maiores credores, com um valor global de 108 milhões de marcos. Nos termos da proposta, os credores renunciavam aos seus créditos num montante global de 78 milhões de marcos, com a condição de que os accionistas participassem no projecto de saneamento financeiro em 30 milhões de marcos, através de uma redução do capital social, na proporção de 5:2, para 20 milhões de marcos. De seguida, o capital social seria aumentado em 10 milhões de marcos.

O editor de uma revista, *Effecten-Spiegels*, pronunciou-se negativamente contra a proposta de saneamento apresentada pela direcção com o apoio

<sup>111</sup> *Recht zum Desinteresse*, na célebre fórmula de Wiedemann (Lutter (1976), p. 230).

<sup>112</sup> A situação deu azo a 1.000 acções judiciais nos tribunais inferiores, decididas o mais variadamente possível (Jilg, pp. 116-117). A decisão do *BGH*, que ficou conhecida como caso *Girmes*, foi acompanhada por idênticas decisões da mesma data sobre mais 24 dessas acções (vide a nota da Redacção em ZIP 1995, 833, onde se faz esta referência; Jilg, ib.; Flume (1996), p. 163, nota 25).

<sup>113</sup> Seguimos a descrição do caso por Jilg (pp. 115, ss).

dos maiores credores, e defendeu uma maior contribuição dos credores para o saneamento financeiro da sociedade, nos termos do qual a redução de capital bastar-se-ia com a proporção de 10:9. Para isso, solicitou aos accionistas procurações para os representar na assembleia geral da *Girmes AG*, que ia discutir o projecto. Tendo obtido procurações de accionistas representativos de 209.000 votos. Com os quais votou negativamente a proposta da direcção, o que representou 39,17% dos votos emitidos<sup>114</sup>. A redução do capital social não obteve a maioria necessária de votos para a aprovação da deliberação respectiva, já que apenas 57,61% dos votos foram concordantes. Propôs como alternativa a redução na proporção de 5:3<sup>115</sup>. Mas a mesma não foi sequer posta à votação<sup>116</sup>. O aumento de capital foi aprovado.

Em 4 de Fevereiro de 1989 a direcção da *Girmes AG* requereu a falência da sociedade. A 28 de Fevereiro foi iniciado o processo concursal. As acções da *Girmes AG*, que estavam cotadas em 87 marcos à data da assembleia geral, viram a sua cotação descer para 61 marcos entre 7 e 16 de Fevereiro, e, finalmente, perderam todo seu valor.

Um accionista, que não tinha mandatado o editor da *Effecten-Spiegels*, acionou-o judicialmente, por ter entendido que a falência da *Girmes AG* tinha resultado exclusivamente dos votos negativos daquele. Pelo que considerou que os prejuízos sofridos com a falência da sociedade, resultantes da perda total do valor das suas acções, eram imputáveis àquele, quer por violação do dever de lealdade, quer por violação de contrato com efeitos de protecção para terceiros, quer por c.i.c., quer por abuso de representação. O editor da *Effecten-Spiegels* não tinha revelado quais os accionistas que lhe tinham dado poderes para os representar na assembleia geral.

Pese embora o BGH não ter decidido o caso com base no dever de lealdade, porque o mesmo, se vincula os accionistas, não se aplica a um representante dos accionistas<sup>117</sup>, como era o caso<sup>118</sup>, reconheceu, e isto é que

<sup>114</sup> Para além deste representante, também o *Dresdner Bank*, em representação e segundo as instruções dos seus mandantes accionistas da *Girmes AG*, votou contra a proposta de redução 5:2 (Flume (1996), p. 165).

<sup>115</sup> ZIP 1995, p. 820; Flume (1996), p. 165.

<sup>116</sup> BGH, ZIP 1995, p. 825; Flume, ib..

<sup>117</sup> ZIP 1995, p. 823.

<sup>118</sup> Como o dever de lealdade vincula apenas os accionistas (BGH, ZIP 1995, p. 823), estes são responsáveis pelo exercício do direito de voto contrário àquele dever (*treupflichtwidrige Stimmrechtsausübung*) pelo seu representante (BGH, ZIP 1995, p. 827; Flume (1996), p. 165). O representante, não obstante não ser responsável civilmente (indemnização por perdas e danos) por violação do dever de lealdade dos sócios, pois que ao mesmo não se encontra submetido (BGH, ZIP 1995, p. 823), pode ser responsabilizado civilmente pela

é novo na decisão, que também os accionistas minoritários estão sujeitos a um dever de lealdade em face do maioritário. E é este reconhecimento que constitui um marco importante relativo ao dever de lealdade. Por quanto, um tal dever não apenas se reconhece nas relações dos sócios para com a sociedade e desta para com aqueles, o que era mais ou menos consensual, mas também se reconhece um dever de lealdade entre os sócios, primeiro, e sobretudo, do maioritário para com os minoritários, e agora, completando o círculo, dos minoritários<sup>119</sup> para com o maioritário e para com o pequeno accionista, e mesmo do pequeno accionista<sup>120</sup> para com o maioritário, o minoritário e os outros pequenos accionistas<sup>121</sup>. Por outro lado, porque se reconhece que o dever de lealdade, contrariamente ao que durante muito tempo se pensou, não depende do tipo social, representando um princípio transversal do direito associativo<sup>122</sup>.

Isto, independentemente, de se poder ou não reconhecer, seguindo Flume<sup>123</sup>, que as decisões do BGH, às quais se reconduz o paulatino reconhecimento de um dever de lealdade dos sócios, parecerem menos determinantes do que aquilo que aparecem, e aos mesmos resultados se pudesse chegar sem necessidade de convocação de um dever de lealdade. A partir de *Girmes* completou-se o círculo relativo ao reconhecimento e expressão do dever de lealdade nas sociedades de capitais, sendo hoje aceite pela maioria da doutrina<sup>124</sup>.

violação do dever de lealdade dos próprios accionistas que representa, em via analógica do § 179 BGB, quando não identifique os seus representados, e, por conseguinte, estes não possam ser responsabilizados (BGH, ZIP 1995, p. 823; Flume, ib.). O BGH considerou-o suscetível de responsabilização por comportamento contrário aos bons costumes, por força do § 826 BGB (BGH, ZIP 1995, pp. 831-832). Contudo, como em ambos os casos a responsabilização supôs dolo, e os autos não apresentavam elementos que permitissem a respectiva demonstração, devolveu-os ao tribunal recorrido para averiguações complementares (BGH, ZIP 1995, p. 833).

<sup>119</sup> Independentemente de se tratar de um sócio minoritário, de uma minoria concertada ou meramente ocasional (ZIP 1995, p. 822).

<sup>120</sup> O potencial de turbação do pequeno accionista, em regra, não decorrerá do exercício do seu direito de voto, mas sim de outros direitos de co-administração, v.g., direito de intervir da assembleia geral (actuação flibusteira), abuso do direito de pergunta, do direito de impugnação (ZIP 1995, p. 821; Jilg, pp. 30-32).

<sup>121</sup> Zip 1995, p. 821; Henze (1998), p. 187.

<sup>122</sup> Henze (1998), p. 186; Weber, p. 49.

<sup>123</sup> (1996), *passim*.

<sup>124</sup> Marcus Lutter, *Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme*, ZHR, vol. 162, 1998, pp. 165, 167-168, 184-185; Henze (1998), pp. 186, ss; Hüffer/AktG, § 53 a, n.<sup>o</sup> marg. 14.

#### 4.6. O caso *Kochs/Adler* e o dever de lealdade do pequeno accionista

O caso *Girmes* não marcou o fim da evolução da discussão sobre o dever de lealdade dos accionistas. Com efeito, se ali foi reconhecido que o dever de lealdade não apenas obrigava a maioria em face da minoria, mas também da minoria em face da maioria, e mesmo do pequeno accionista em face daqueles e dos demais pequenos accionistas, esta última dimensão ficou ainda por densificar. Nomeadamente no que respeita ao abuso do direito de impugnar deliberações sociais. Problemática que com os chamados accionistas profissionais se tornou muito importante. O caso *Kochs/Adler*<sup>125</sup> é paradigmático<sup>126</sup>.

A situação era a seguinte<sup>127</sup>:

A *Kochs/Adler AG* era uma sociedade por acções cujo principal accionista era *FAG Kugelfischer KG auf Aktien*, com 75,424% do capital social, a qual era simultaneamente a principal accionista da *Dürrkoppwerke GmbH*, com 99,7% do capital social. Em assembleia geral da *Kochs/Adler*, de 22 de Junho de 1987, foi aprovada, com a necessária maioria, a fusão entre a *Kochs/Adler* e a *Dürrkoppwerke*, acordada em 13 de Abril de 1987. Três accionistas minoritários da *Kochs/Adler*, titulares de 20 acções, dois deles, e de 10 acções, o outro, votaram contra o projecto de fusão, declararam a sua oposição à deliberação, e intentaram acção de anulação da deliberação de fusão, invocando, entre outras, violação da lei, porquanto o relatório da direcção da *Kochs/Adler* não se conformava com as determinações do § 340a AktG. A direcção da *Kochs/Adler* considerou que a acção de anulação constituía um abuso de direito, cujo objectivo era apenas obrigar a *Kochs/Adler* a comprar a desistência da acção. O tribunal de 1.ª instância (*Landesgericht*) indeferiu a acção. O tribunal de recurso, pelo contrário, considerou nula a deliberação. Em recurso desta decisão, apresentado pela *Kochs/Adler*, foram os autos devolvidos para indagar da existência de abuso de direito. Ao mesmo tempo, os autores da acção judicial conseguiram impedir o registo da deliberação de fusão. O que significou que a fusão não podia produzir efeitos, pois o registo da deliberação de fusão na Alemanha tem efeito constitutivo. A direcção da *Kochs/Adler* acabou por chegar a acordo com os autores para estes desistirem da acção.

<sup>125</sup> BGHZ 107, 296, ss.

<sup>126</sup> Jilg, p. 136.

<sup>127</sup> Vide a descrição do caso em Tim, pp. 246, ss.

Em regra, considera-se que a acção de anulação de deliberação inten-tada pelo accionista apenas com o propósito de pressionar a sociedade a comprar-lhe a desistência da acção é abusiva<sup>128</sup>. Não obstante, coloca-se a questão da justificação dogmática desse abuso. É aqui que a consideração do dever de lealdade se apresenta como uma das soluções possíveis<sup>129</sup>. Em face da sociedade, o instituto do abuso do direito será em regra o ins-trumento adequado<sup>130</sup>. Não obstante, pode não ser suficiente para lidar com todas as situações<sup>131</sup>. Recoloca-se então a potencialidade do dever de lealdade como instrumento para prevenir e sancionar tais abusos<sup>132</sup>. Porquanto acções de impugnação de deliberações intentadas com vista a pressionar a compra da respectiva desistência representam irrecusavel-mente violações do dever de lealdade do sócio para com a sociedade<sup>133</sup>. O dever de lealdade impõe ao sócio abster-se de prejudicar a sociedade e tomar em consideração os respectivos interesses. O intentar de acções de impugnação para obter vantagens indevidas, representa uma violação do dever de lealdade do sócio em face da sociedade, independentemente de com a acção a sociedade sofrer prejuízos<sup>134</sup>.

Por outro lado, e agora entre os próprios accionistas, pode verificar-se uma violação do dever de lealdade do pequeno accionista em face do accionista maioritário, quando aquele, consciente da importância da sociedade para o maioritário, atenta a importância do investimento deste nela imobilizado, o pressiona a comprar-lhe a não impugnação ou a desis-tência da acção de impugnação de deliberação social importante já inten-tada<sup>135</sup>. Nesta situação, o instituto do abuso de direito já não permite resolver satisfatoriamente a situação. Sendo o dever de lealdade o meca-nismo adequado, o que implica o reconhecimento de deveres de lealdade do pequeno accionista em face do accionista maioritário<sup>136</sup>.

<sup>128</sup> Já assim entendia o RG (RGZ 146, 385, 395, ss), e continua a ser entendido pelo BGH (BGH, ZIP 1989, 980, 984). Na doutrina, vide os AA. indicados por Filmann, p. 197, nota 334.

<sup>129</sup> BGH, ZIP 1995, p. 821; Filmann, p. 197; Jilg, p. 138.

<sup>130</sup> Filmann, ib.; Jilg, pp. 143-144.

<sup>131</sup> Jilg, pp. 146, ss, 149.

<sup>132</sup> Jilg, pp. 153, ss, 155, ss, 157, ss, 159, ss.

<sup>133</sup> Grunewald, p. 257, e nota 5.

<sup>134</sup> Jilg, p. 155.

<sup>135</sup> Filmann, p. 201.

<sup>136</sup> Filmann, p. 201, e doutrina referenciada na nota 351; Grunewald, p. 258.

#### 4.7. O caso *BMW*: confirmação do dever de lealdade da sociedade para com os sócios

O dever de lealdade não apenas se verifica dos sócios para com a sociedade e entre si, mas também da sociedade para com os sócios. Essa dimensão do dever de lealdade voltou a ser confirmada<sup>137</sup> pelo BGH pouco tempo antes da decisão *Girmes* numa célebre espécie judicial, que ficou conhecida como caso *BMW*<sup>138</sup>.

A situação era a seguinte:

Um accionista que tinha comparecido numa assembleia geral ordinária (*Jahreshauptversammlung*) da *BMW*, realizada em 31.05.1990, e no decurso da qual tinha intervindo, colocando perguntas e fazendo observações, requereu à *BMW* que lhe fornecesse a parte das gravações áudio dos trabalhos da assembleia geral, relativas à sua intervenção e à tomada de posição e respostas da direcção da *BMW*<sup>139</sup>. Suportando as despesas envolvidas. A direcção da *BMW* recusou o pedido. O accionista accionou judicialmente a *BMW*, mas o tribunal de 1.ª instância e o tribunal de recurso indeferiram o pedido. No julgamento do recurso apresentado pelo accionista, o BGH<sup>140</sup> confirmou a sua jurisprudência de que existe um dever de lealdade da sociedade para com os seus sócios<sup>141</sup>, e que o mesmo lhe impõe o “dever de assegurar a todo o accionista a defesa adequada e sem impedimentos dos seus direitos de socialidade e abster-se de tudo o que possa prejudicar o respectivo exercício”<sup>142</sup>. E deu provimento ao recurso<sup>143</sup>. Mas apenas relativamente ao que respeitava à intervenção do accionista e à tomada de posição e respostas da direcção. Já quanto à pretensão a uma cópia integral do registo áudio da assembleia geral entendeu o BGH que tal não se impunha nem por força do dever de lealdade, nem por força de qualquer direito do accionista<sup>144</sup>.

<sup>137</sup> Dizemos voltou a ser confrmada, porquanto a mesma não oferece dúvidas, encontrando a sua expressão máxima no princípio da igualdade, consagrado no § 53 a da AktG (Lutter (1980), p. 122).

<sup>138</sup> BGHZ 127, 107, ss; ZIP 1994, 1597, ss.

<sup>139</sup> ZIP 1994, 1597.

<sup>140</sup> Decisão de 19.09.1994.

<sup>141</sup> BGHZ 14, 25, ss; BGHZ 103, 184, ss; BGHZ 9, 157, ss (GmbH); BGHZ 65, 15, ss (GmbH).

<sup>142</sup> ZIP 1994, p. 1598.

<sup>143</sup> Flume (1996), p. 163.

<sup>144</sup> ZIP 1994, pp. 1598 -1600.

## 5. A fundamentação dogmática do dever de lealdade

Se hoje já não se questiona a existência de deveres de lealdade no direito das sociedades, continuam a existir grandes desencontros quanto à sua fundamentação dogmática<sup>145</sup>.

Segundo Marcus Lutter<sup>146</sup>, a relação de socialidade implica vários deveres para os sócios, que decorrem quer da lei, quer do contrato ou estatutos. Não obstante, os mesmos não esgotam aqueles, porquanto os sócios se obrigaram, uns em face dos outros, desde logo a prosseguirem em comum certo fim, nos termos do § 705 BGB. E que as insondáveis necessidades que se venham a verificar na prossecução desse fim determinam a necessidade de os sócios se comprometerem a aceitar as modificações que se venham a revelar adequadas. O que implica a existência de um dever dos sócios de promoção do fim comum (*Förderpflicht*). Pelo que Lutter entende este dever como um dever principal (*Hauptpflicht*) de toda a relação de socialidade<sup>147</sup>. Este dever de promoção do fim social é geralmente designado por dever de lealdade. Lutter, contudo, considera a identificação pouco feliz, porquanto o dever de promoção do fim comum ultrapassa os limites do § 242 BGB, que a designação dever de lealdade automaticamente convoca<sup>148</sup>. A boa-fé vale também no direito das corporações, disso ninguém duvida. Não obstante, o dever de promoção do fim comum abrange aspectos que não podem ser incluídos nesta<sup>149</sup>. Com base em exemplos jurisprudenciais, indica vários casos em que se verificaria a existência deste dever de promoção do fim comum, mas que extravasariam da simples boa fé<sup>150</sup>, v.g., o dever de o sócio consentir nas alterações dos estatutos; de consentir no aumento da remuneração dos administradores<sup>151</sup>.

Já Hennrichs<sup>152</sup> considera que é muito mais adequado reconduzir o dever de lealdade dos sócios ao §242 BGB. Este dever de fidelidade seria apenas uma particular expressão no campo do direito societário do dever geral, inerente a todas as relações especiais, de consideração e de leal-

<sup>145</sup> Weber, p. 132.

<sup>146</sup> (1980), pp. 102, ss.

<sup>147</sup> (1980), pp. 103-104.

<sup>148</sup> (1980), p. 103.

<sup>149</sup> (1980), pp. 103, ss.

<sup>150</sup> (1980), p. 103, nota 93.

<sup>151</sup> Para a crítica da posição de Lutter, vide Jilg, pp. 41, ss.

<sup>152</sup> (1995), p. 229.

dade<sup>153</sup>. Posição esta de recondução do dever de lealdade à cláusula geral do §242 BGB que é a da maioria da doutrina<sup>154</sup>.

Em frontal oposição à recondução do dever de lealdade nas sociedades à cláusula geral do §242 BGB, essencialmente por contrários a um recurso excessivo a conceitos moralistas e à insegurança jurídica inerente a cláusulas gerais pouco definidas, Alfred Hueck e Robert Fischer<sup>155</sup>. A primeira objecção prende-se com razões históricas: na verdade, o dever de lealdade nas sociedades surge no período Nazi sob a capa de grandiloquentes *slogans* moralistas<sup>156</sup>, e daí a necessidade de após o *Untergang* doutrina e jurisprudência evitarem o produto tóxico *dever de lealdade* nascido sob a égide do nazismo<sup>157</sup>. Por isso, a referida objecção deve considerar-se ultrapassada<sup>158</sup>. Quanto à segunda, com o decurso do tempo a imprecisão das cláusulas gerais vai diminuindo, na medida em que a jurisprudência vai determinando os respectivos limites<sup>159</sup>. Quanto ao fundamento jurídico de tal dever de lealdade fundam-no quer Alfred Hueck quer Robert Fischer na recíproca relação de confiança dos sócios, resultante de entre eles existir uma relação de comunhão (*Gemeinschaftsverhältnis*)<sup>160</sup>. O que determina que onde aquela relação de confiança pessoal esteja ausente não se possa falar de um dever de lealdade.

Uma terceira posição apela ora ao §242 BGB ora ao § 705 BGB, consoante a específica situação em análise. Finalmente há quem entenda que a discussão é irrelevante e considere o dever de lealdade expressão de direito costumeiro<sup>161</sup>.

O dever de lealdade é uma cláusula geral não escrita<sup>162</sup>, para alguns resultante de criação de direito por via jurisprudencial (*richterlicher Rechtsfortbildung*)<sup>163</sup>, cuja necessidade resulta da esparsa regulamentação das relações internas da sociedade com os seus sócios e destes entre si<sup>164</sup>. O carácter complexo das relações societárias destinadas a perdurar

<sup>153</sup> Dembski, p. 53.

<sup>154</sup> Weber, p. 112; Dembski, p. 54.

<sup>155</sup> *Apud* Dembski, ib..

<sup>156</sup> Stelzig, pp. 50, ss.

<sup>157</sup> Vide supra, pp. 100-103.

<sup>158</sup> Dembski, ib..

<sup>159</sup> Dembski, ib..

<sup>160</sup> Hüffer (1990), p. 61; Weber, p. 112.

<sup>161</sup> Hüffer (1990), ib.; Stimpel in Pehl/Stimpel, *Richterliche Rechtsfortbildung*, 1969, p. 18, *apud* Weber, p. 135, nota 18.

<sup>162</sup> Weber, p. 134.

<sup>163</sup> Hüffer/AktG, § 53 a, n.º marg. 15.

<sup>164</sup> Dembski, p. 81.

no tempo, e por conseguinte a enfrentarem mudanças de circunstâncias insusceptíveis de previsão e de regulamentação à partida, reclamam um instrumento que possa colmatar e complementar aquelas congénitas insuficiências<sup>165</sup>. Esse mecanismo é o dever de lealdade, cuja fundamentação legal resulta de vários preceitos, quer do Código Civil, quer do Código Comercial e da lei de sociedade por acções<sup>166</sup>.

A justificação material deste dever de lealdade reside nas possibilidades que os direitos ínsitos na socialidade (*Mitgliedschaft*) comportam de interferência nos interesses da sociedade e dos sócios<sup>167</sup>. Possibilidade de interferência (negativa, entenda-se) esta sobre os interesses da sociedade e dos consócios que reclama o dever de lealdade como seu contraponto<sup>168</sup>. A ideia, pois, de que a medida de influência do sócio é a medida da sua responsabilidade, com o consequente dever de tomar em consideração os interesses da sociedade e dos demais sócios na sociedade (Zöllner), ou na formulação da jurisprudência, que a possibilidade de um sócio prejudicar os interesses dos demais sócios nos assuntos sociais deve ser compensado com a imposição do dever de tomar esses interesses em devida consideração<sup>169</sup>. O que se verifica independentemente de o sócio ser maioritário, minoritário ou um pequeno sócio, contanto que, em concreto, tal possibilidade exista. Pese embora tal dever assuma maior ou menor intensidade consoante aquele potencial de turbação<sup>170</sup>.

<sup>165</sup> Dembski, p. 81.

<sup>166</sup> §§ 705, 242 BGB, §§ 112, 113 HGB (*Handelsgesetzbuch*), §§ 53 a, 243 I, II AktG (*Aktiengesetz*), entre outras (Dembski, ib.).

<sup>167</sup> BGH, ZIP 1995, p. 821; Dembski, ib..

<sup>168</sup> BGH, ZIP 1995, p. 821; Dembski, ib..

<sup>169</sup> BGH, ZIP 1995, p. 821.

<sup>170</sup> BGH, ZIP 1995, p. 821.



**RESUMO:** A DDA II aborda o problema da identificação acionista, visando assegurar às sociedades o direito de identificação dos seus acionistas, com o propósito de facilitar a comunicação direta com estes e promover o seu envolvimento. O problema é especialmente relevante em sede de cadeias de intermediação. O presente texto visa analisar o regime da identificação dos acionistas previsto na DDA II e a transposição esperada em Portugal.

**Palavras-chave:** DDA II; Diretiva 2017/828; Diretiva dos Direitos dos Acionistas II; Regulamento de Execução 2018/1212; identificação dos acionistas; dados pessoais dos acionistas; cadeias de intermediação.

**ABSTRACT:** The SRD II addresses the problem of shareholders identification. It aims at ensuring that companies have the right to identify their shareholders, for the purposes of enabling direct communication with the shareholders and therefore facilitate the exercise of shareholder rights and shareholder engagement. The problem is especially relevant where there is a chain of intermediaries. Portugal is undergoing the transposition of the SRD II. This text analyzes the legal framework of the shareholder identification set out in the SRD II and the transposition expected in Portugal.

**Keywords:** SRD II; Directive 2017/828; Shareholders Rights Directive II; Commission Implementing Regulation 2018/1212; identification of shareholders; personal data of shareholders; chains of intermediaries.

MARIA JOÃO DIAS \*

## A identificação dos acionistas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II<sup>1</sup>

### 1. Introdução

#### 1.1. A Diretiva UE 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 e o estado da transposição em Portugal

A Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de

\* Advogada; doutoranda na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

<sup>1</sup> O presente texto corresponde, com leves adaptações e atualizações, ao trabalho realizado para efeitos de avaliação no Seminário Especializado Governação nas Sociedades Comerciais, no âmbito do 3.º Ciclo de Estudos em Direito – Doutoramento em Direito com Especialização em Ciências Jurídico Empresariais, na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, no ano letivo de 2019/20.

sociedades cotadas (“DDA”<sup>2</sup>) foi alterada pela Diretiva (UE) 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 (“DDA II”)<sup>3</sup>.

Uma das novidades introduzidas pela DDA II corresponde ao aditamento do artigo 3.º-A sob a epígrafe “*Identificação dos Acionistas*”, no âmbito do também novo Capítulo I-A, intitulado “*Identificação dos Acionistas, Transmissão de Informações e Facilitação do Exercício dos Direitos dos Acionistas*”.

À data destas linhas, a DDA II não foi ainda transposta para o ordenamento jurídico português. A transposição é visada pela recente Proposta de Lei n.º 12/XIV (“Proposta 12/XIV”), atualmente em discussão<sup>4</sup>. A referida proposta baseia-se no anteprojeto para a transposição da DDA II, responsabilidade do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (“CNSF”) e revisto no âmbito da Consulta Pública CNSF n.º 1/2018 (“Anteprojeto”)<sup>5</sup>. O Anteprojeto foi também objeto de apreciação pela Comissão Nacional de Proteção de Dados (“CNPD”), no âmbito do Parecer 2019/34 da CNPD (“Parecer CNPD 2019/34”).

Nos termos da Proposta 12/XIV, o artigo 3.º-A será essencialmente transposto em Portugal mediante o aditamento de um artigo 29.º-B<sup>6</sup> ao Código dos Valores Mobiliários (“CódVM”).

A DDA II convoca, designadamente no n.º 8 do artigo 3.º-A<sup>7</sup>, a adoção de atos de execução. Neste contexto, surge o Regulamento de Execução (UE) 2018/1212 da Comissão, de 3 de setembro de 2018, que estabelece os requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas (“Regulamento 2018/1212”). Voltaremos a este Regulamento 2018/1212, no qual porventura estará a chave para o efeito prático das regras a transpor.

<sup>2</sup> A presente sigla e os demais termos indicados ao longo da exposição com idêntica apresentação gráfica visam definir o conceito ou documento imediatamente precedente.

<sup>3</sup> Qualquer disposição legal doravante indicada sem indicação da origem corresponde à DDA, conforme alterada pela DDA II.

<sup>4</sup> Cfr. <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=44418> (data da última consulta: 7 de fevereiro de 2020).

<sup>5</sup> Elementos da Consulta Pública CNSF n.º 1/2018 disponíveis em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislação/ConsultasPublicas/ConselhoNacionalDeSupervisoresFinanceiros/Paginas/20181017a.aspx?v=1> (data da última consulta: 7 de fevereiro de 2020).

<sup>6</sup> O conteúdo deste artigo 29.º-B do CódVM correspondia, no texto do Anteprojeto, a um novo artigo 93.º-A do CódVM. A inserção sistemática foi, assim, alterada do Anteprojeto para a Proposta 12/XIV.

<sup>7</sup> Bem como no n.º 6 do artigo 3.º-B e no n.º 3 do artigo 3.º-C.

Assinala-se que, nos termos do artigo 2.º da DDA II, a transposição deveria ter tido lugar até 10 de junho de 2019. Contudo, nos termos do parágrafo 3.º do mesmo artigo 2.º da DDA II, as medidas destinadas a dar cumprimento aos artigos 3.º-A, 3.º-B e 3.º-C deverão entrar em vigor no prazo máximo de 24 meses após a adoção dos atos de execução (i.e., adoção do Regulamento 2018/1212). A Proposta 12/XIV, no seu artigo 8.º, ressalva também a aplicabilidade diferida do novo artigo 29.º-B do CódVM. Assim, verificando-se a transposição, antecipa-se que as medidas originadas pelo artigo 3.º-A vigorem a partir de 3 de setembro de 2020.

## 1.2. Objeto da análise: o regime do artigo 3.º-A

Em traços gerais, o artigo 3.º-A<sup>8</sup> visa assegurar que as sociedades tenham o direito de identificar os seus acionistas, regulando aspectos relativos ao tratamento dos dados (finalidade do tratamento, dados de identificação dos acionistas e prazo de conservação), a intervenção dos intermediários no processo de identificação dos acionistas (nomeadamente em sede de cadeias de intermediação) e o âmbito de aplicação do próprio direito à identificação dos acionistas (nomeadamente a possibilidade de este apenas ser aplicável relativamente a acionistas detentores de uma certa percentagem de ações ou direitos de voto, não superior a 0,5%). A DDA II aborda ainda matérias relacionadas com o regime do artigo 3.º-A, como os custos suportados pelos intermediários com as novas obrigações que sobre si impendem e o regime de sanções para o incumprimento.

O presente trabalho propõe-se a analisar, na sequência descrita, essas diferentes vertentes do artigo 3.º-A e, quando relevante, da transposição esperada para Portugal. Nessa análise, procurará aferir as virtudes que a identificação dos acionistas comporta para a governação das sociedades, bem como as dificuldades inerentes aos processos tendentes a essa identificação, sobretudo em sede de cadeias de intermediação. De igual modo, tentará aferir a suficiência do regime consagrado no artigo 3.º-A, face aos objetivos da DDA II.

<sup>8</sup> Numa leitura conjugada com as definições que o artigo 3.º-A emprega.

## 2. Finalidade

### 2.1. O artigo 3.º-A no contexto do envolvimento acionista

Nos trabalhos preparatórios da DDA II<sup>9</sup> observava-se que “[...] as informações adicionais sobre quem detém participações numa sociedade cotada podem melhorar o diálogo entre a empresa e os seus acionistas no que respeita ao governo das sociedades”. De igual forma, o considerando (4) da DDA II veio afirmar que “[e]m muitos casos, as sociedades não são capazes de identificar os seus acionistas. A identificação dos acionistas é uma condição prévia para a comunicação direta entre os acionistas e a sociedade e, por conseguinte, é essencial para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e o seu envolvimento”.

Entende-se assim, até pela sua inserção sistemática, que a promoção da identificação dos acionistas, regulada no artigo 3.º-A, se encontra consagrada como um meio, destinado a servir o objetivo maior da facilitação das comunicações com os acionistas, aflorada no artigo 3.º-B e, mediamente, o envolvimento acionista, manifestado no exercício de direitos, desiderato ao qual se dedica<sup>10</sup>, entre outros, o artigo 3.º-C.

Com efeito, um dos objetivos da DDA II é promover o envolvimento acionista<sup>11</sup>, continuando o caminho já trilhado pela DDA<sup>12</sup>. Atente-se, a título de exemplo, no considerando (14) da DDA II, no qual se declara que “[o] envolvimento efetivo e sustentável dos acionistas é um dos pilares do modelo de governo das sociedades cotadas, que depende de controlos e equilíbrios entre os vários órgãos e as várias partes interessadas”.

Não obstante o exposto, é necessário referir, em breve nota, que o envolvimento acionista não é pacífico enquanto instrumento para a boa

<sup>9</sup> Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, designada “Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e à sustentabilidade das empresas”, COM (2012) 740 final, de 12 de dezembro de 2012, p. 8.

<sup>10</sup> Na vertente de facilitação do exercício dos direitos dos acionistas pelos intermediários.

<sup>11</sup> Cfr., entre outros, ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, *RDS*, n.º 3, 2017, p. 563, e HUGO MOREDO SANTOS/SANDRA CARDOSO, “A revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – Vol. 2, II Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina, 2019, p. 31.

<sup>12</sup> Sobre o envolvimento acionista como objetivo da DDA veja-se, a título de exemplo, ANDRÉ FIGUEIREDO, “Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspetivas de revisão”, em *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2014, pp. 43 e ss.

governação<sup>13</sup>. Como crítica à promoção do ativismo acionista, é possível assinalar que esta desconsidera o papel relevante do sócio que investe (somente) capital, tem uma aparente vocação paternalista e é suscetível de fomentar abusos e litigância<sup>14</sup>. Nestas linhas não almejamos aprofundar mais o tema mas apenas identificar o envolvimento acionista como vetor da DDA II e do artigo 3.º-A.

## 2.2. Comunicação com os acionistas com vista a facilitar o exercício dos direitos

Nos termos do n.º 4 do artigo 3.º-A, o tratamento dos dados dos acionistas, no contexto destas novas regras sobre a sua identificação, deve estar subordinado ao *“fim de permitir que a sociedade identifique os seus acionistas, para comunicar diretamente com eles, com vista a facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e o seu envolvimento na sociedade”*. Será esta, assim, a finalidade do tratamento dos dados dos acionistas recolhidos.

Simetricamente, e atendendo ao reforço dos direitos dos acionistas logrado com a DDA II, entende-se também a necessidade de reforçar a certeza, pelo lado da sociedade, em relação à identidade desses mesmos acionistas, no contexto do exercício dos seus direitos.

A finalidade descrita e a tónica que a DDA II coloca no envolvimento dos acionistas a longo prazo, já explorado no ponto 2.1 desta exposição, permitem distinguir o direito plasmado no artigo 3.º-A de outras obrigações tendentes à identificação de acionistas e, mesmo, de beneficiários efetivos.

<sup>13</sup> FRANCISCO MENDES CORREIA, “Participação na assembleia”, em *Código de Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, 2012, p. 72 e ss., questiona a existência de um problema de falta de participação dos acionistas e as vantagens do seu envolvimento, concluindo que “[...] não está cabalmente demonstrada a existência de uma insuficiência da participação dos acionistas na Europa dos dias de hoje, nem a eficiência de soluções que visem promover a sua participação”.

<sup>14</sup> Nesse sentido vai RUI PINTO DUARTE, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (Apresentação com algumas opiniões heréticas)”, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina, 2017, pp. 76 e 77, ao pronunciar-se sobre o ativismo acionista na antevisão da DDA II: “[d]evo expressar que não subscrevo esse desiderato – o qual, a meu ver, assenta numa transposição injustificada do que é desejável na[s] esferas da atividade cívica e da atividade política para o campo das organizações empresariais [...]. Acresce que a facilitação do ativismo acionista tem efeitos altamente negativos. Com a justificação da necessidade de escrutínio das decisões de gestão, contribui não só para o constrangimento dos gestores como para o aumento dos abusos de minorias rapaces, a multiplicação dos litígios e o afastamento das empresas das bolsas”.

Com efeito, existem outros domínios, alguns sujeitos a desenvolvimentos recentes, em que a transparência quanto ao acionista é relevante.

Coutinho de Abreu chama a atenção para as disposições do CSC sobre publicidade das participações sociais de membros de órgãos de administração e fiscalização (artigo 447.º), bem como relativas aos deveres de comunicação e/ou publicação previstos no âmbito das sociedades coligadas (artigo 484.º, artigo 485.º, n.º 3 do artigo 486.º, n.º 5 do artigo 489.º, n.º 1 do artigo 490.º e al. d) do n.º 5 do artigo 508.º). Assinala também os deveres de comunicação e divulgação de participações qualificadas em sociedades abertas constantes do artigo 16.º do CódVM<sup>15</sup>.

António Garcia Rolo, reportando-se aos deveres de identificar beneficiários efetivos ou o topo da cadeia de participações, refere também o n.º 4 do artigo 102.º e a al. g) do artigo 66.º do Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, conforme alterado, que aprovou o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (“RGICSF”), bem como o n.º 1 do artigo 6.º da Norma Regulamentar 3/2016-R, da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, para efeitos do artigo 162.º da Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro, conforme atualizada, que corresponde ao Regime Jurídico de Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora<sup>16</sup>.

Estamos certos que mais pesquisas nos sectores especialmente regulados podem revelar normas adicionais ou remissivas. Veja-se, a título de exemplo, o n.º 2 do artigo 34.º do Decreto-Lei 91/2018, de 12 de novembro, que aprovou o Regime Jurídico dos Serviços de Pagamento e da Moeda Eletrónica.

Em acréscimo, o ainda recente Regime Jurídico do Registo Central do Beneficiário Efetivo (“RCBE”), aprovado pela Lei n.º 89/2017 de 21 de agosto, que transpõe o capítulo III da Diretiva (UE) 2015/849, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015 (“Diretiva (UE) 2015/849”) e é regulado pela Portaria n.º 233/2018, de 21 de agosto, veio consagrar novas obrigações de transparência para a generalidade das socie-

<sup>15</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, “A propósito da eliminação das ações ao portador”, em *V Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2018, p. 59.

<sup>16</sup> ANTÓNIO GARCIA ROLO, *ob. cit.*, pp. 556 e 567.

dades<sup>17</sup>, excluindo no entanto as cotadas do seu âmbito de aplicação<sup>18</sup>, nos termos da al. e) do artigo 4.º do RCBE<sup>19</sup>.

Nos domínios descritos, são preocupações de diferente natureza – prevenção de operações especulativas, necessidades de transparência, exigências regulatório-sectoriais, prevenção de branqueamento de capitais... – que estão na origem da identificação do acionista ou beneficiário efetivo. Apesar de vários pontos de encontro, os seus objetivos distinguem-se daqueles que orientam a governação das sociedades e que se encontram inerentes às regras tendentes ao envolvimento acionista.

Por outro lado, o destinatário ou beneficiário da informação relativa ao acionista nas regras acima descritas frequentemente não é o emitente ou a sociedade. Pelo contrário, a sociedade surge amiúde como sujeito passivo da obrigação, como sucede em vários pontos do RCBE.

<sup>17</sup> Sobre o tema, veja-se MARIA ELISABETE RAMOS, "Controlo da identidade dos sócios – alguns problemas recentes", em *V Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2018.

<sup>18</sup> Opção, aliás, questionada, a propósito da Diretiva (UE) 2015/849, por J. M. COUTINHO DE ABREU, "O direito à reserva da vida privada e deveres de divulgação de dados de acionistas", *DSR*, vol. 20, 2018, p. 18, nota de rodapé (8).

<sup>19</sup> A exclusão operada pela al. e) do artigo 4.º do RCBE, combinada com a rigidez dos formulários disponibilizados *online* e aos quais é atribuído especial relevo pelo artigo 2.º e pelo artigo 4.º da Portaria n.º 233/2018, de 21 de agosto, bem como pelo n.º 1 do artigo 11.º do RCBE, gera questões práticas interessantes. A título de exemplo, a questão de saber se uma participada a 100% por uma sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estará sujeita ao RCBE e, em caso afirmativo, em que termos deverá identificar o seu beneficiário efetivo, uma vez que o próprio conceito de beneficiário efetivo, conforme gizado pelo artigo 30.º da Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto – mais comumente conhecida como Lei de Combate ao Branqueamento de Capitais e ao Financiamento do Terrorismo e que transpõe também parcialmente a Diretiva (UE) 2015/849 – parece tornar-se inaplicável numa cadeia de detenção em que surja uma sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Uma interpretação no sentido da aplicabilidade a essa participada tanto do regime RCBE como da definição de beneficiário efetivo terá como efeito o esvaziamento da isenção aplicada à sociedade-mãe. Ou seja, o juízo de que o regime de transparência aplicável às cotadas justifica a sua exclusão do regime RCBE pode ver o seu efeito prático anulado em sede do RCBE apresentado pela participada da referida sociedade cotada. A participada poderia, potencialmente, ficar obrigada a apresentar um beneficiário efetivo em termos mais exigentes ou pelo menos distintos dos aplicáveis à sociedade sua sócia. Repare-se, aliás, que os dados a submeter em sede do RCBE da participada são mais detalhados que aqueles que a sociedade com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado terá direito a conhecer ao abrigo do artigo 3.º-A e descritos no ponto 3 desta exposição.

Desta forma, o artigo 3.º-A tem a especificidade de se destacar como um direito do emitente, tendente a beneficiar a sociedade e os sócios, em nome do envolvimento acionista<sup>20</sup>.

### 2.3. Outras finalidades

Nos termos do 3.º parágrafo do n.º 4 do artigo 3.º-A, “[o]s Estados-Membros podem prever, por lei, o tratamento dos dados pessoais dos acionistas para outros fins”.

Coutinho de Abreu refere a este propósito “*fins fiscais ou de supervisão a cargo de entidades públicas*”<sup>21</sup>. Conhecendo-se as obrigações inerentes aos regimes descritos em 2.2, percebe-se a utilidade do tratamento dos dados recolhidos para as finalidades sinalizadas pelo autor.

Lateralmente, os dados conhecidos ao abrigo do artigo 3.º-A também permitem algumas leituras aos administradores das sociedades quanto ao posicionamento dos acionistas. Por exemplo, perceber se a sua atuação poderá estar a ser sancionada com alterações no tamanho e titularidade das participações ou antecipar o resultado de certa Assembleia Geral.<sup>22</sup>

## 3. Dados de identificação dos acionistas

A al. j) do artigo 2.º oferece-nos a definição de “[i]nformações relativas à identidade do acionista”, imprescindível para determinar quais os dados que poderão ser obtidos pelas sociedades ao abrigo do artigo 3.º-A.

Esses dados serão: “[i]nformações que permitem identificar um acionista, incluindo, pelo menos, os seguintes elementos: [§] i) o nome e os elementos de contacto (incluindo a morada completa e, se disponível, o endereço eletrónico) do acionista e, no caso de uma pessoa coletiva, o seu número de registo ou, se o número de registo não estiver disponível, o seu identificador único, como o código identificador de entidade jurídica, [§] ii) o número de ações detidas, e [§] iii) apenas na medida em que seja solicitadas pela sociedade, um ou mais dos seguin-

<sup>20</sup> No mesmo sentido, ANTÓNIO GARCIA ROLO, *ob. cit.*, p. 567.

<sup>21</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, “O direito à reserva da vida privada e deveres de divulgação de dados de acionistas”, *cit.*, p. 17.

<sup>22</sup> Cfr. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Report on shareholder identification and communication systems*, 5 April 2017, reference ESMA31-54-435 (“Relatório ESMA”), ponto 3.1., parágrafo 11.

tes dados: as categorias ou classes das ações detidas ou a data desde a qual são detidas".

A Proposta 12/XIV, no n.º 1 do artigo 29.º-B que propõe aditar ao CódVM, adota uma redação próxima.<sup>23</sup>

Como primeira nota, assinalamos que a identificação dos acionistas cobre tanto pessoas coletivas quanto singulares. A respeito destas últimas surgem naturalmente preocupações de proteção do direito à reserva da vida privada<sup>24</sup>.

Sem nos querermos alongar no tema, assinalamos que a limitação desse direito pode ser admitida, de acordo com princípios de proporcionalidade, face a outros interesses atendíveis.<sup>25</sup>

Por outro lado, assinala-se que o n.º 5 do artigo 3.º-A atribui apenas às pessoas coletivas o direito a "corrigir as informações incompletas ou imprecisas relativas à sua identidade como acionistas". A Proposta 12/XIV vai no mesmo sentido<sup>26</sup>. A opção entende-se tendo em conta que, quanto às pessoas singulares, o direito de retificação emerge diretamente do Regulamento Geral

<sup>23</sup> Assinala-se apenas que a al. j) do artigo 2.º fixa um conteúdo mínimo para as informações que permitem identificar o acionista – "[...] incluindo, pelo menos [...]" (sublinhado nosso) – e que o Anteprojeto parecia tentar atingir um resultado similar mencionando que a informação relativa à identidade dos seus acionistas incluiria certos elementos – "[...] incluindo, nomeadamente, o nome e elementos de contacto do acionista" (sublinhado nosso). O vocábulo "nomeadamente" foi, no entanto, criticado no Parecer CNPD 2019/34, tendo posteriormente aparecido eliminado da Proposta 12/XIV. Parece, assim, que o elenco de informações acolhido na al. a) do n.º 1 do artigo 29.º-B do CódVM, nos termos da Proposta 12/XIV, é exaustivo.

<sup>24</sup> Já não atualizado, mas com algumas considerações interessantes sobre a defesa da privacidade no contexto da intermediação financeira, veja-se TERESA ANSELMO VAZ/ANA RITA PAÍNHO, "A proteção de dados pessoais e os intermediários financeiros", em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume X, Coimbra Editora, 2011.

<sup>25</sup> Nesse sentido, J. M. COUTINHO DE ABREU, "O direito à reserva da vida privada e deveres de divulgação de dados de acionistas", cit., p. 14: "[c]omo outros direitos de personalidade, o direito à reserva da vida privada protege o "segredo do ser". É pelo menos duvidoso que proteja também "segredos do ter" tais como o segredo de recursos financeiros ou o segredo de aplicações do dinheiro. Seja como for, deve entender-se (e tem-se entendido) que estes "segredos do ter" são limitáveis na medida necessária e adequada à proteção de outros interesses relevantes, máxime interesses público-gerais [...]".

<sup>26</sup> Cfr. o n.º 5 do artigo 29.º-B que a Proposta 12/XIV pretende aditar ao CVM, o qual dispõe: "[o]s acionistas que sejam pessoas coletivas podem corrigir as informações incompletas ou imprecisas relativas à sua identidade mediante comunicação direta às sociedades emitentes, que informam a entidade gestora do sistema centralizado, imediatamente, do teor da comunicação em causa".

sobre a Proteção de Dados, aprovado pelo Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016<sup>27</sup>.

Finalmente, a questão mais premente na identificação dos acionistas será, precisamente, determinar quem deve ser considerado como acionista. A al. b) do artigo 2.º define acionista como “[...] a pessoa singular ou coletiva reconhecida como acionista pela lei aplicável”. Desta forma, torna-se imperativo densificar o conceito à luz da lei portuguesa, bem como entender o nível de harmonização que o mesmo oferece na União Europeia. O tema será tratado em maior detalhe no ponto 5 desta exposição.

#### 4. Prazo de conservação

Nos termos do 2.º parágrafo do n.º 4 do artigo 3.º-A, as sociedades e os intermediários não devem conservar os dados transmitidos ao abrigo do artigo 3.º-A e para a finalidade aí prevista durante mais de “12 meses após terem tido conhecimento de que a pessoa em causa deixou de ser acionista”. A Proposta 12/XIV consagra disposição idêntica, sendo a consagração do prazo saudada pelo Parecer CNPD 2019/34.

### 5. Intermediários, acionistas e cadeias de intermediação

#### 5.1. Registo de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal

O regime do registo de valores mobiliários e, mais concretamente, do registo das ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, que será o relevante no contexto da DDA II, é uma peça importante para compreender as dificuldades e soluções do artigo 3.º-A. Vamos, por isso, percorrer brevemente os traços gerais do regime<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> Não obstante, o Parecer CNPD 2019/34 recomendou, a propósito do Anteprojeto, que “[...] seja feita referência expressa ao regime jurídico da proteção de dados consagrado no RGPD, salvaguardando os direitos de informação, de acesso e retificação dos titulares dos dados nos termos previstos nos artigos 14.º a 16.º deste diploma legal”.

<sup>28</sup> Sobre o tema, consultar, entre outros, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª edição, Almedina, 2018, pp. 200 e ss., AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais, um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, Almedina, 1997, pp. 101 e ss., CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, em *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos*, Almedina, 2005, pp. 893 e ss., ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de*

### 5.1.1. Obrigatoriedade da integração em sistema centralizado

Em Portugal, e em primeiro lugar, as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão forçosamente integradas em sistema centralizado.

Quanto às ações escriturais, a obrigatoriedade consta do artigo 62.º do CódVM, o qual dispõe que “[s]ão obrigatoriamente integrados em sistema centralizado os valores mobiliários escriturais admitidos à negociação em mercado regulamentado, em sistema de negociação multilateral ou organizado”.

Quanto às ações tituladas, releva a al. a) do n.º 2 do artigo 99.º do CódVM, a qual prevê o depósito obrigatório dos valores mobiliários titulados “[e]m sistema centralizado, quando estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou organizado”.

Assinala-se que o artigo 105.º do CódVM faz aplicar o mesmo regime aos valores integrados em sistema centralizado, quer sejam escriturais ou titulados<sup>29</sup>: “[a]os valores mobiliários titulados integrados em sistema centralizado é aplicável o disposto para os valores mobiliários escriturais integrados em sistema centralizado”.

### 5.1.2. O sistema centralizado e as contas de emissão, titularidade e controlo

Interessa assim, em segundo lugar, compreender como funciona esse sistema centralizado.

O sistema centralizado encontra-se regulado nos artigos 88.º e seguintes do CódVM. Nos termos do n.º 1 do referido artigo 88.º do CódVM, pode ser caracterizado como um “[...] [conjunto interligado de contas], através das quais se processa a constituição e a transferência dos valores mobiliários nele integrados e se assegura o controlo de quantidade dos valores mobiliários em circulação e dos direitos sobre eles constituídos”.

As diferentes contas que enformam o sistema centralizado encontram-se previstas nas várias alíneas do n.º 1 do artigo 91.º do CódVM. Vejamos assim, rapidamente, quais são e como se articulam.

*Valores Mobiliários*, Almedina, 2012, p. 405 e ss., ISABEL VIDAL, “Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos da transmissão de valores mobiliários”, *CadMVM*, n.º 15, 2002, p. 296 e ss., e JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “Valor mobiliário e título de crédito”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 31 e ss.

<sup>29</sup> Sobre a equiparação, veja-se ISABEL VIDAL, “Da (ir)relevância da forma de representação para efeitos da transmissão de valores mobiliários”, *cit.*, pp. 309 e ss.

A al. a) do referido n.º 1 do artigo 91.º do CódVM reporta-se às “[c]ontas de emissão, abertas no **emitente**, nos termos do n.º 1 do artigo 44.º;” (negrito nosso). Com efeito, nos termos do artigo 43.º do CódVM, a emissão de valores mobiliários está sujeita a registo junto do emitente. Assim, aquando da realização de um aumento do capital, por exemplo, a sociedade regista a emissão feita. O n.º 1 do artigo 44.º regula as menções desse registo. Esse registo é também regulado pela Portaria n.º 290/2000, de 25 de maio, que aprova o modelo de registo da emissão de valores mobiliários junto do emitente.

A al. c) da mesma disposição legal refere-se às “[c]ontas de controlo da emissão, abertas por cada um dos emitentes na **entidade gestora do sistema**, nos termos da alínea a) do n.º 3 do artigo 44.º;” (sublinhado e negrito nosso). Esta conta destina-se a espelhar, parcialmente<sup>30</sup>, o conteúdo da conta de emissão regulada na al. a) do n.º 1 do artigo 91.º do CódVM, acima descrita. Serve, assim, para o controlo da conta de emissão, aberta no emitente, através de conta-espelho aberta na entidade gestora.

A al. b), ainda do mesmo preceito, regula as contas de titularidade. As contas de titularidade são referidas como “[c]ontas de registo individualizado, abertas junto dos **intermediários financeiros** para o efeito autorizados;” (negrito nosso). As contas de registo individualizado encontram-se reguladas no artigo 61.º e ss do CódVM. O artigo 68.º do CódVM, regula as menções que as contas de registo individualizado devem conter. A lei não refere expressamente quem abre as contas de registo individualizado. Serão abertas, pois, pelos titulares dos valores mobiliários.

A al. d), também do mesmo preceito legal, regula finalmente as “[c]ontas de controlo das contas de registo individualizado, abertas pelos intermediários financeiros na **entidade gestora do sistema**.” (sublinhado e negrito nossos). Nos termos do n.º 4 do artigo 91.º do CódVM, estas contas de controlo “são contas globais abertas em nome de cada uma das entidades autorizadas a movimentar contas de registo individualizado [...].” O saldo destas contas deve corresponder, assim, ao somatório da totalidade das contas de registo individualizado.

Face ao conjunto de regras descritas, e como primeira nota, assinala-se que o sistema não é verdadeiramente centralizado<sup>31</sup>. O sistema é, sim, coordenado por uma entidade gestora. Em Portugal, a entidade ges-

<sup>30</sup> Nos termos do n.º 3 do artigo 44.º do CVM, a conta de controlo da emissão contém apenas as menções previstas nas alíneas a), b) e c) do n.º 1 do mesmo artigo, tendo por isso um âmbito mais restrito do que o da conta de emissão que controla.

<sup>31</sup> PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 201: “[f]alar em sistema centralizado é, pois, uma força de expressão: o sistema em causa é, na verdade, descentralizado mas coordenado por uma entidade gestora”.

tora relevante<sup>32</sup> será a INTERBOLSA – Sociedade Gestora de Sistemas de Liquidação e de Sistemas Centralizados de Valores Mobiliários, S.A.<sup>33</sup>.

Não obstante o papel desempenhado por essa entidade, o sistema centralizado conta com funções cometidas ao emitente e, sobretudo, aos intermediários financeiros autorizados<sup>34</sup>.

As funções da entidade gestora no sistema centralizado passam por – pedindo emprestadas as palavras de Paulo Câmara – “*coordenar a massa total dos valores em circulação e a totalidade das transmissões que são feitas entre intermediários financeiros [...]”*<sup>35</sup>. Nesse contexto, o n.º 1 do artigo 92.º do CódVM dispõe que “[a] entidade gestora do sistema centralizado deve adoptar as medidas necessárias para prevenir e corrigir qualquer divergência entre a quantidade, total e por categorias, de valores mobiliários emitidos e a quantidade dos que se encontram em circulação”.

Não existe uma relação direta entre o emitente, que regista a emissão das ações, e o intermediário financeiro, que regista a titularidade dessas mesmas ações<sup>36</sup>. Percebe-se, assim, o controlo e coordenação a cargo da entidade gestora. Percebe-se igualmente que, subjacentes às contas de controlo e ao sistema de registo de que nos ocupamos, se encontram necessidades de segurança<sup>37</sup>.

Assim, e em suma, no sistema centralizado a que as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas, são as contas abertas nos intermediários financeiros que indicam a titularidade<sup>38</sup>, desempenhando a entidade gestora, sobretudo, uma função de controlo<sup>39</sup>.

<sup>32</sup> Sem prejuízo dos outros mercados regulamentados e sociedades gestoras em Portugal, de que nos dá nota PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 276 e 277.

<sup>33</sup> Hoje sujeita ao Quadro Jurídico de Constituição e Funcionamento das Entidades Gestoras de Mercados e Sistemas constante do Decreto-Lei n.º 357-C/2007, de 31 de outubro, republicado pela Lei 35/2018, de 20 de julho.

<sup>34</sup> Vejam-se os trechos assinalados com sublinhado e negrito *supra*, na transcrição das diferentes alíneas do n.º 1 do artigo 91.º.

<sup>35</sup> PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 202.

<sup>36</sup> *Idem*.

<sup>37</sup> Neste sentido, ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, “Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código dos Valores Mobiliários”, CadMVM, n.º 15, 2000, p. 126: “[o]s sistemas de controlo têm fundamentos de natureza económica, na medida em que são mais céleres e menos custosos na circulação de valores. O regime legal aceita estes valores económicos como pressupostos, mas estabelece como corolário regras de segurança”. Também sobre o tema da segurança, mas assinalando a falta de controlo das contas individuais abertas junto do mesmo intermediário financeiro, JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *ob. cit.*, pp. 38 e 39.

<sup>38</sup> PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 202: “[f]risa-se, por outro lado, que estas contas abertas nos intermediários financeiros são as únicas contas que indiciam a titularidade [...]”.

<sup>39</sup> Nas palavras de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, *cit.*, p. 901: “[o] direito português pertence pois ao restrito grupo de direitos que privilegiam o registo em

### 5.1.3. Legitimação ativa, passiva e presunção de titularidade

Em terceiro lugar, interessa finalmente compreender qual o valor atribuído ao registo dos valores mobiliários integrados em sistema centralizado.

Nestas linhas não pretendemos aprofundar a questão da natureza constitutiva ou declarativa<sup>40</sup> nem as demais questões respeitantes à natureza e efeitos do registo<sup>41</sup>, mas tão só identificar algumas regras úteis para aferir os efeitos do registo quanto ao seu titular.

Por um lado, o n.º 1 do artigo 55.º do CódVM atribui legitimidade ativa ao titular registado: “[q]uem, em conformidade com o registo ou com o título, for titular de direitos relativos a valores mobiliários está legitimado para o exercício dos direitos que lhe são inerentes”. Simetricamente, o artigo 56.º do CódVM reconhece legitimidade passiva nas prestações efetuadas a favor do titular registado: “[o] emitente que, de boa fé, realize qualquer prestação a favor do titular legitimado pelo registo ou pelo título ou lhe reconheça qualquer direito fica liberado e isento de responsabilidade”.

Por outro lado, o n.º 1 do artigo 74.º do CódVM contém uma presunção de titularidade: “[o] registo em conta individualizada de valores mobiliários escriturais faz presumir que o direito existe e que pertence ao titular da conta, nos precisos termos dos respectivos registo”.

Assim, e em resposta à questão colocada no final do ponto 3 deste texto, parece que acionista, no nosso ordenamento jurídico, será – salvo ilisão da presunção de titularidade que se acaba de descrever<sup>42</sup> – o titular de conta de registo individualizado.

*contas individuais junto de intermediários financeiros escolhidos livremente pelos investidores como instrumento constitutivo e exclusivo de titularidade directa sobre valores mobiliários ao portador e nominativos”.*

<sup>40</sup> Pese embora tendamos a concordar com as posições que defendem o cariz constitutivo, não pretendemos com esta exposição poder contribuir para o fortalecimento dessa posição. Sobre o tema, e entre outros, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, 5.ª edição, Almedina, 2017, pp. 347 e ss, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, *cit.*, p. 922 e ss. e JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *ob. cit.*, pp. 45 e ss.

<sup>41</sup> Sobre o tema, remete-se para CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, *cit.*, p. 917 e ss e AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais, um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, *cit.*, pp. 291 e ss.

<sup>42</sup> Não pretendendo aprofundar, nesta sede, o tema da ilisão da presunção de titularidade, remete-se apenas, a título de exemplo, para o que está escrito em AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais, um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, *cit.*, pp. 310 e ss. e em ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto – OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação

## 5.2. Os sistemas de titularidade direta e indireta

O sistema descrito em 5.1 pode ser qualificado como mononível e de titularidade direta. Nesse sentido vão Carlos Ferreira de Almeida<sup>43</sup> e André Figueiredo<sup>44</sup>. Em sede de direito comparado, o ordenamento espanhol<sup>45</sup>, por exemplo, acolherá modelo equiparável<sup>46</sup>. Apelando aos conceitos explorados no ponto 5.1, acreditamos poder afirmar que a titularidade direta se caracteriza por atribuir ao titular da conta de registo individualizado a (presunção de) propriedade e legitimidade ativa para o exercício dos seus direitos.

Os sistemas de titularidade direta opõem-se aos sistemas de titularidade indireta, como aqueles que predominam nos ordenamentos alemão e norte-americano<sup>47</sup>. Os sistemas de titularidade indireta podem caracterizar-se por obrigarem o investidor a exercer os seus direitos, forçosamente, através de um intermediário financeiro<sup>48</sup>. Atrevemo-nos a dizer, assim, que o cariz mediato ou indireto advém da interposição de uma camada

de direitos de voto", em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VIII, Coimbra Editora, 2008, p. 162 e ss.

<sup>43</sup> CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de Valores Mobiliários", *cit.*, p. 897: "[n]o direito português todos os registos efectuados conferem titularidade directa à pessoa que deles consta como titular quer sejam registos no emitente quer sejam registos lavrados por intermediário financeiro. [§] Esta característica coloca o direito português, como já se disse, no âmbito do sistema latino dito de detenção directa".

<sup>44</sup> ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Almedina, dezembro 2012, p. 408 e ss. De igual forma, ANDRÉ FIGUEIREDO, "Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto", *RDS*, n.º 3, 2012, p. 517, afirma: "[é] reconhecido o acolhimento no direito mobiliário português de um modelo de titularidade directa de valores mobiliários; um modelo de circulação mobiliária que, sem prejuízo da sobreposição de contas de natureza diversa, assenta num registo de titularidade de nível único – na chamada conta de registo individualizado –, e assim prescinde da interferência de custodiantes na cadeia de titularidade".

<sup>45</sup> Sobre o tema que nos ocupa nesta exposição, e com vários pontos de encontro no ordenamento espanhol, cfr. ISABEL RODRIGUEZ MARTÍNEZ, "Las nuevas obligaciones de los intermediarios en materia de identificación, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos del socio inversor de sociedades cotizadas", *RDM*, n.º 311, 2019.

<sup>46</sup> Nesse sentido, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de Valores Mobiliários", *cit.*, p. 888 e ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, *cit.*, p. 380 e pp. 382 e ss.

<sup>47</sup> Nesse sentido, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de Valores Mobiliários", *cit.*, p. 889 e ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, *cit.*, pp. 364 e ss.

<sup>48</sup> Nesse sentido, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de Valores Mobiliários", *cit.*, p. 888.

entre o investidor e a propriedade do valor mobiliário ou o exercício dos seus direitos junto do emitente.

Não nos debruçaremos agora sobre os motivos históricos subjacentes à criação deste modelo nem sobre a estrutura ou dogmática da sua construção. Em termos imprecisos, diremos apenas que estes sistemas se caracterizam por uma coletivização da propriedade sobre as ações (uma vez que os investidores individualmente considerados detêm os valores mobiliários através de um intermediário, que os concentra, em fenómenos que poderão ser qualificados como de compropriedade) ou pela emergência de um direito indireto dos investidores sobre esses valores mobiliários (*"security entitlement"*). Também podem ser reconhecidos traços fiduciários no regime descrito.<sup>49</sup>

Nesta sede, chamamos a atenção para o Relatório ESMA<sup>50</sup>. O Relatório ESMA partiu de um questionário dirigido aos reguladores do Espaço Económico Europeu e destinou-se a dar instrumentos à Comissão Europeia para os atos de implementação que se vieram a materializar no Regulamento 2018/1212.

Um dos pontos aí abordados foi o nível de harmonização do conceito de acionista. A este propósito, o Relatório ESMA distingue entre os países que fazem coincidir o conceito de acionista com a primeira<sup>51</sup> ou última camada<sup>52</sup> de detenção das ações<sup>53</sup>.

<sup>49</sup> Remete-se, em toda a linha, para CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, "Registo de Valores Mobiliários", *cit.*, pp. 874 e ss. e ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, *cit.*, pp. 363 e ss.

<sup>50</sup> Melhor identificado na nota de rodapé 19 *supra*.

<sup>51</sup> Relatório ESMA, definições: "[f]irst layer of holders: The first layer of holders is defined as the CSD participants holding own, omnibus segregated or individually segregated accounts at the CSD level." Esta definição é depois complementada por uma nota de rodapé, na qual se clarifica que "[...] some countries have a two-tier registry system whereby the registry of the securities is managed by both the CSD and its participants. In such case, we also define those holders whose securities are held separately in sub-accounts at the lower tier of the registry run by the CSD participants as first layer". Apesar de o Relatório ESMA não o especificar, parece-nos que o ordenamento jurídico português caberá nesta ramificação dos sistemas de primeira camada, atendendo à repartição de funções entre a entidade gestora e os intermediários autorizados junto dos quais as contas de registo individualizado são abertas.

<sup>52</sup> Relatório ESMA, definições: "[f]inal layer of holders (beneficial owners): The final layer of holders is composed by end-investors, namely the natural or legal persons that hold the shares for their own account and ultimately enjoy the benefits of owning such shares. The end-investor is also referred as beneficial owner and both terms are used synonymously".

<sup>53</sup> Na literatura sobre este tema avultam nomenclaturas, por vezes sem conteúdo jurídico preciso, que procuram distinguir a primeira da última camada de acionistas. Conceitos como "investidor", "acionista final" ou "último acionista", "acionista não intermediário", ou "acionista material" são empregues para referir a última camada, em oposição

No nosso ordenamento jurídico, em que vigora um sistema de titularidade direta com as características expostas em 5.1, facilmente se conclui os acionistas são a primeira camada, i.e., os titulares da conta de registo individualizada.

### 5.3. Mecanismos de titularidade indireta em Portugal

Apesar de o ordenamento jurídico português acolher um sistema de titularidade direta, são configuráveis situações de titularidade indireta. Ou seja, apesar de o sistema português não exigir a detenção ou exercício de direitos através de intermediário, como nos sistemas de titularidade indireta, admite que o acionista de primeira camada atue como intermediário.

Serão os casos de propriedade ou detenção de valores mobiliários por conta de outrem<sup>54</sup>.

As situações são frequentes quando existe investimento transfronteiriço ou quando estão envolvidos intermediários financeiros não autorizados a prestar serviço de registo de valores mobiliários<sup>55</sup>.

Pense-se, a nível empírico e como ilustração, no cidadão italiano que pretende adquirir ações admitidas à negociação na Euronext Lisbon.

aos conceitos de “acionista”, “primeiro acionista” ou “acionista formal”. Neste texto, socorremo-nos das mesmas muletas. No contexto europeu atual, e salvo melhor opinião, o uso do conceito de “beneficiário efetivo”, especialmente para se reportar à última camada, deve ser cuidadoso. Apesar de a noção de “*beneficial owner*” merecer outros significados, atualmente essa definição, sem maior contexto, remete-nos para o domínio da Diretiva (UE) 2015/849 e do RCBE, com um conceito que está desenhado, precisamente, para excluir as sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e que, por outro lado, exige que o beneficiário efetivo seja uma pessoa singular, e não uma pessoa coletiva.

<sup>54</sup> CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de Valores Mobiliários”, *cit.*, p. 899: “[n]ada impede todavia o depósito ou a inscrição, em conta aberta em Portugal junto de intermediário financeiro ou nos livros da entidade emitente de valores mobiliários, em nome de um só titular que de facto os detém por conta de outrem. É mesmo normal que tal suceda em relação a investidores habituados a lidar com sistemas de detenção indirecta ou por efeito de transmissões operadas a partir de instituições financeiras estrangeiras integradas em sistemas com esta natureza”. No mesmo sentido, ANDRÉ FIGUEIREDO, “Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto”, *cit.*, p. 517, “[n]ada impede, sendo aliás frequente, que a imputação de titularidade a partir do registo esconda uma situação jurídica complexa, em que o sujeito titular da conta de registo individualizado – tipicamente, um intermediário financeiro, na prestação de um serviço profissional –, atuando embora em nome próprio, o faz por conta e em benefício de terceiros, por regra seus clientes”.

<sup>55</sup> Cfr. ANDRÉ FIGUEIREDO, “Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto”, *cit.*, pp. 520 e 521.

Esse cidadão é titular de uma conta no banco da sua confiança, na sua jurisdição de origem. Será normal que a aquisição das ações pretendidas se faça através dessa conta e desse intermediário. O banco italiano, para adquirir as ações encomendadas pelo seu cliente, utilizará uma conta que tenha aberto em seu próprio nome junto de intermediário financeiro participante do sistema centralizado vigente em Portugal. Assim, o figurino final mostra um fenómeno de intermediação: entre o cidadão italiano e o intermediário financeiro participante do sistema centralizado surge uma camada adicional, consistente na instituição de crédito italiana. Existem casos em que as camadas de intermediação se multiplicam, formando verdadeiras cadeias de intermediação<sup>56</sup>.

No mesmo exemplo, acrescente-se um segundo cliente italiano, que pretenda adquirir ações precisamente na mesma sociedade cotada na bolsa de Lisboa. O banco italiano utilizará novamente a conta de registo individualizado, aberta em seu próprio nome junto do intermediário financeiro português autorizado, para adquirir os valores mobiliários adicionais. E fará o mesmo se aparecer um terceiro cliente interessado em ações da mesma sociedade. Como resultado, a conta detida pelo banco italiano transmuta-se numa conta *omnibus* ou jumbo<sup>57</sup>, contendo as ações que foram pedidas por todos os seus clientes.

A situação fáctica não precisa, no entanto, de assumir contornos transfronteiriços. Pense-se no intermediário financeiro de pequena dimensão que, apesar de estar autorizado a exercer, não faz parte do sistema centralizado. Se um seu cliente pretender investir em ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal, o intermediário de pequena dimensão vai abrir uma conta de registo individualizado num intermediário participante do sistema centralizado. Se o negócio do pequeno intermediário crescer e aparecerem mais clientes com vontade de investir em ações do mesmo emitente, os valores mobiliários adicionais serão muito provavelmente agrupados na conta já aberta. Assim, também esta situa-

<sup>56</sup> Cfr. ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Almedina, *cit.*, p. 439.

<sup>57</sup> De acordo com ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Almedina, *cit.*, p. 438: “[as] chamadas contas omnibus (contas jumbo ou contas globais, [são] contas de titularidade em que os intermediários financeiros inscrevem, de forma indistinta, os valores mobiliários por si detidos por conta de terceiros – que tanto podem ser os investidores finais, como outros intermediários financeiros que por sua vez atuam, no quadro de uma cadeia de intermediação mais ou menos complexa, por conta dos ultimate investors –, sendo a imputação das posições específicas de cada investidor relegada para os registos internos do ou dos intermediários financeiros envolvidos”.

ção é suscetível de desencadear uma cadeia de intermediação e uma conta jumbo<sup>58</sup>.

Com estes exemplos toscos procurámos ilustrar os temas complexos e muito mais bem tratados pela doutrina que gravitam em torno dos fenómenos de titularidade indireta.

André Figueiredo dá-nos ainda nota de mais situações – algumas de índole incidental e transitória, outras de titularidade indireta estrutural – em que os fenómenos sociais de titularidade intermediada convivem com um sistema de titularidade direta<sup>59</sup>.

Engrácia Antunes traz-nos também a análise do fenómeno de titularidade por conta, declarando irrelevante o instrumento da interposição fiduciária que, em concreto, subjaz à relação, e que poderá corresponder, entre outros, a um mandato sem representação ou negócio fiduciário<sup>60</sup>.

Orlando Vogler Guiné, por outro lado, dá-nos nota de interessantes questões de titularidade em sede de contrato de gestão de carteira<sup>61</sup>.

Todas estas situações, em que existe uma dissociação entre o acionista material e formal, estão, como se antecipa, na base do denominado “problema de identificação”<sup>62</sup> dos acionistas que subjaz ao artigo 3.º-A.

#### 5.4. A identificação dos acionistas em fenómenos de titularidade indireta e o contributo da DDA II

As dificuldades sentidas na identificação do acionista, no âmbito dos fenómenos de titularidade indireta, não são novas. A busca de soluções para a determinação do acionista também não.

A nível doutrinário, e a propósito da ilisão da presunção de titularidade, Amadeu Ferreira refere as cadeias de intermediação<sup>63</sup>. Avança,

<sup>58</sup> *Idem*, pp. 436 e ss.

<sup>59</sup> *Idem*, pp. 448 e ss.

<sup>60</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A titularidade por conta de participações sociais – breve apontamento”, DSR, vol. 19, 2018, pp. 51 a 70.

<sup>61</sup> ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto – OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação de direitos de voto”, *cit.*, p. 162 e ss.

<sup>62</sup> Cfr., entre outras referências, ANDRÉ FIGUEIREDO, “Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspetivas de revisão”, *cit.*, p. 58.

<sup>63</sup> AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais, um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, *cit.*, pp. 313 e 314: “[...] por várias razões e sobretudo devido às características da negociação internacional de valores mobiliários, são várias as pessoas, em particular intermediários financeiros, que se interpõem entre o registador e o titular dos valores

nesses casos, a possibilidade de considerar as contas como transitórias (devendo ser regularizadas num prazo) ou de prever o registo em nome do intermediário com referência ao contrato de mandato. Conclui o autor afirmando que, nesses casos, a presunção de titularidade poderá ser ilidida na própria conta de registo individualizado<sup>64</sup>. André Figueiredo rejeita a tese, que assimila a titularidade indireta a simulações ou ficções, preferindo focar-se nas especificidades do negócio fiduciário que estará subjacente à titularidade direta e nos seus efeitos<sup>65</sup>.

Por seu lado, a lei produziu já avanços no sentido de atribuir relevância ao acionista último. Pense-se no fracionamento do direito de voto, admitido no n.º 6 do artigo 23.º-C do CódVM, na sequência da DDA, em claro reconhecimento da dissociação entre acionista formal e material<sup>66</sup>.

Neste contexto, cumpre agora olhar para quais serão as soluções da DDA II.

A olho nu, tendemos a dizer que a DDA II visa alcançar a identidade do último acionista e que, para isso, coloca sobre os intermediários obrigações de comunicação e transmissão de informação, sobretudo em cadeias de intermediação. Na mesma linha, André Figueiredo<sup>67</sup> surge otimista em relação à reforma da DDA<sup>68</sup>.

No entanto, algumas nuvens pairam sobre a operacionalidade do regime assim descrito.

Em primeiro lugar, e como já referido nos pontos 3 e 5 desta exposição, a definição de acionista adotada na DDA, e que se mantém com a DDA

*mobiliários (multi-intermediação). Em regra todos esses intermediários internacionais actuam como mandatários e, portanto, contratam em nome próprio sendo os valores mobiliários adquiridos registados em conta aberta em seu nome, embora não sejam os verdadeiros titulares dos valores".*

<sup>64</sup> AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Valores Mobiliários Escriturais, um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, cit., p. 314: "[...] a presunção de titularidade pode ser ilidida na própria conta de valores escriturais pelo menos nas seguintes situações: [...] quando o registo esteja feito em nome de um mandatário e a conta seja provisória por natureza ou quando haja uma remissão expressa para as regras do contrato de mandato ou para a contabilidade do próprio mandatário".

<sup>65</sup> ANDRÉ FIGUEIREDO, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros, com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Almedina, cit., pp. 462 e ss.

<sup>66</sup> O que, aliás, vem reconhecido no Relatório ESMA a propósito de Portugal. Sobre o tema, cfr., entre outros, ANDRÉ FIGUEIREDO, "Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspetivas de revisão", cit., p. 53.

<sup>67</sup> Pronunciando-se sobre a proposta de DDA II, COM (2014) 0213 final.

<sup>68</sup> ANDRÉ FIGUEIREDO, "Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspetivas de revisão", cit., p. 58, vê na DDA II um "[...] conjunto de regras destinadas a permitir que as sociedades cotadas possam, a qualquer momento, conhecer os verdadeiros titulares do seu capital social".

II, remete para “*a pessoa singular ou coletiva reconhecida como acionista pela lei aplicável*”. Num sistema de titularidade direta, e como já sabemos, esta definição conduz ao titular da conta de registo individualizado.

Se procurarmos algum conforto na definição de intermediário, as nuvens adensam-se. Com efeito, a al. d) do artigo 2.º define intermediário como “[...] *uma pessoa, nomeadamente uma empresa de investimento, na aceção do artigo 4.º n.º 1, ponto 1, da Diretiva 2014/65/EU, uma instituição de crédito na aceção do artigo 4.º, n.º 1, ponto 1, do Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho e uma central de valores mobiliários na aceção do artigo 2.º, n.º 1, ponto 1, do Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, que presta serviços de guarda de ações, de administração de ações ou de manutenção de contas de valores mobiliários em nome dos acionistas ou de outras pessoas;*” (sublinhados e negrito nossos)<sup>69</sup>.

As situações de titularidade indireta que descrevemos, em que o problema da identificação do acionista se manifesta, correspondem sempre a situações de titularidade por conta de outrem, mas em nome próprio<sup>70</sup>. A referência “*em nome dos acionistas*” poder-se-á tratar de um erro de tradução, tendo em conta que a versão inglesa refere “*on behalf*”. No entanto, outras versões – pelo menos a espanhola que refere “*en nombre*”<sup>71</sup> e a alemã que refere “*im Namen*” – apresentam a mesma deficiência. A versão francesa, apesar de referir “*au nom*” nesta sede, invoca o conceito de titularidade por conta de outrem no considerando (8) da DDA II, onde refere a importância das cadeias de intermediários “*qui tiennent les comptes de titres pour le compte des actionnaires*”.

A referência “*em nome dos acionistas*”, não se tratando de um erro de formulação ou tradução, será desconcertante. Com efeito, na detenção com representação, os problemas de opacidade não se colocam, pelo menos num primeiro nível.

<sup>69</sup> O artigo 3.º-E e o n.º 5 do artigo 1.º estendem depois o âmbito de aplicação do novo Capítulo I-A, no qual se insere o artigo 3.º-A de que nos ocupamos, aos intermediários de países terceiros, na medida em que prestem serviços aos acionistas, ou a outros intermediários, em relação às ações de sociedades que tenham a sua sede social num Estado-Membro e cujas ações estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-Membro.

<sup>70</sup> Essas características são aliás realçadas por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A titularidade por conta de participações sociais – breve apontamento*, cit., pp. 58 e ss.

<sup>71</sup> ISABEL RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, *Las nuevas obligaciones de los intermediarios en materia de identificación, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos del socio inversor de sociedades cotizadas*, cit., item II – 2 – 2.1, assinala esta mesma dificuldade na interpretação da versão espanhola da DDA II.

Em contraste com as noções de acionista e de intermediário, convém recordar que o artigo 13.º da DDA, que esteve na origem da previsão do fracionamento de voto do artigo 23.º-C do CódVM, recorria a conceitos diferentes para operar a distinção entre a titularidade formal e material. Com efeito, aí o nosso conceito de intermediário corresponderia à “[...] *pessoa singular ou colectiva, reconhecida como acionista pela lei aplicável, [que] aja a título profissional por conta de outra pessoa singular ou coletiva (o “cliente”)*” e o nosso conceito de acionista corresponderia ao dito “cliente”. Talvez os conceitos não fossem suficientemente claros ou abrangentes mas aderiam melhor a alguns dos fenómenos de titularidade indireta que conseguimos reconhecer. Em acréscimo, falar apenas de acionista ou intermediário, sem lhes aplicar qualquer qualificativo (como acionista “*agindo a título profissional*” ou intermediário “*que não seja acionista*”, como faz o Regulamento 2018/1212), parece-nos que torna mais difícil sair da primeira camada acionista.

A escuridão fica maior à sombra do artigo 29.º-B que a Proposta 12/XIV propõe aditar ao CódVM. Com efeito, e salvo erro nosso, o artigo 29.º-B do CódVM não faz qualquer referência às cadeias de intermediação. Parece, aliás, que reduz os intermediários àqueles que participam no sistema centralizado e nos quais são abertas as contas de titularidade. Ou seja: o proposto artigo 29.º-B do CódVM permanece apenas na primeira camada de acionistas. Essa impressão é confirmada pelo CNSF no âmbito da Consulta Pública CNSF n.º 1/2018.<sup>72</sup>

Aqui chegados, urge concluir que, afinal, a transposição visada pela Proposta 12/XIV não se ocupa da identificação dos acionistas no âmbito de fenómenos de titularidade indireta.

Mas o Regulamento 2018/1212 vem iluminar um possível caminho diferente. Em traços gerais, o Regulamento 2018/1212 visa assegurar o fluxo da informação necessária, entre outros fins, à identificação dos acionistas. Para o efeito, impõe formatos normalizados, requisitos de interoperabilidade e língua, prazos para cumprimento das obrigações e requisitos mínimos de segurança para as transmissões de informação reguladas na DDA II.

<sup>72</sup> Relatório da consulta pública do CNSF sobre a diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (SHRD II), p. 3: “[a]ssim, as obrigações impostas aos vários agentes do mercado devem ser lidas à luz do direito vigente, o que vale também para os intermediários financeiros. A obrigação de identificação de um acionista estará cumprida quando o emitente for informado sobre quem, nos termos da lei portuguesa, é considerado titular de ações representativas do seu capital social”.

No que aqui mais nos interessa, o Regulamento 2018/1212, a propósito dos prazos, refere expressamente, no n.º 6 do seu artigo 9.º, a obrigação de os pedidos de divulgação dos dados acionistas serem transmitidos (em conformidade com o âmbito do pedido) ao intermediário seguinte na cadeia. Por outro lado, no Quadro 2 do seu anexo, o Regulamento 2018/1212 prevê o formulário a que deve obedecer a resposta a um pedido de divulgação de informações sobre a identidade dos acionistas. Nesse quadro, o intermediário terá que indicar qual o número de ações detidas pelo intermediário respondente por conta própria, e qual o número de ações detidas por esse mesmo intermediário por conta alheia.

Parece assim que, por via dos formulários, haverá alguma margem para subir pela cadeia de intermediários. Parece igualmente que se saberá quando parar de subir, atendendo a que os intermediários divulgam se detêm ou não ações por conta alheia.

## 6. Âmbito do direito e limiar de relevância

O n.º 1 do artigo 3.º-A permite que os Estados-Membros restrinjam o âmbito de aplicação do direito de as sociedades identificarem os acionistas, fazendo-o incidir apenas sobre os acionistas detentores de mais do que uma percentagem das ações ou direitos de voto. No entanto, essa percentagem não pode ser superior a 0,5%<sup>73</sup>.

Nos termos do n.º 7 do artigo 3.º-A, até 10 de junho de 2019 os Estados-Membros deveriam fornecer à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (“ESMA”) informação sobre se limitaram a identificação dos acionistas àqueles que detivessem mais do que uma determinada percentagem de ações ou direitos de voto, devendo essa informação ser publicada no sítio da internet da ESMA. Tanto quanto conseguimos aferir, essa informação não se encontra ainda publicada.

A Proposta 12/XIV não aplica limiar algum. No contexto da ainda recente abolição das ações ao portador<sup>74</sup>, e face a um sistema de titularidade direta, dificilmente se justificaria outra opção.

<sup>73</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *O direito à reserva da vida privada e deveres de divulgação de dados de acionistas*, cit., p. 16, dá-nos nota que: “[e]ste limiar (facultado, não imposto) de 0,5%, apesar de em alguns casos poder ser demasiado alto e de não fazer sentido para as ações nominativas, é ainda assim bem inferior aos limiares que têm sido estabelecidos nas “diretivas da transparência””.

<sup>74</sup> Sobre o tema, cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, “A propósito da eliminação das ações ao portador”, cit., JOANA TORRES EREIO, “O fim dos valores mobiliários ao portador”, RDS, n.º 4, 2017 e MARIA DE DEUS BOTELHO, “O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento”, DSR, vol. 18, 2017.

Conforme antecipado no ponto 2.2 desta exposição, o artigo 3.º-A regula a identificação dos acionistas como um direito a favor das sociedades. Poder-se-á questionar se o direito deveria ser atribuído à generalidade dos sócios<sup>75</sup>, sabendo-se que o envolvimento acionista joga muitas vezes com uma análise de esforço-benefício, em que a antecipação de maioria prováveis em determinada votação desempenha um papel relevante.

Por fim, nota-se que a Proposta 12/XIV configura o direito de as sociedades identificarem os seus acionistas como um direito face à entidade gestora do sistema centralizado. A sociedade gestora terá depois direito equivalente face aos intermediários. Com efeito, o n.º 1 do artigo 29.º-B do CódVM, nos termos da Proposta 12/XIV, refere que “[a]s sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado têm o direito de solicitar à entidade gestora do sistema centralizado.” e o n.º 2 da mesma disposição refere que a sociedade gestora solicita depois os dados “[...] aos intermediários financeiros participantes nesse sistema centralizado que prestem os serviços previstos na alínea a) do artigo 291.º [do CódVM.]”. A contrario, a Proposta 12/XIV não prevê a interação direta entre os emitentes e os intermediários. A opção entende-se no contexto do ordenamento português, pese embora o n.º 2 do artigo 3.º-A permita outras soluções.

## 7. Comissões e sanções

### 7.1. Comissões

O artigo 3.º-D impõe aos intermediários obrigações de não discriminação, proporcionalidade e transparência de custos relativamente aos serviços prestados em conexão com a identificação dos acionistas, a transmissão de informações e a facilitação do exercício dos direitos dos acionistas. O n.º 3 do artigo 3.º-D permite aos Estados-Membros que proíbam os intermediários de cobrar taxas pelos referidos serviços.

Na Proposta 12/XIV, a transposição destas regras consta essencialmente do potencial novo artigo 29.º-E do CódVM. Assinala-se que o n.º 4 dessa disposição prescreve que “[o]s intermediários financeiros e a entidade gestora

<sup>75</sup> Nesse sentido, J. M. COUTINHO DE ABREU, “O direito à reserva da vida privada e deveres de divulgação de dados de acionistas”, cit., p. 17.: “[t]erá sido esse acautelar do direito à reserva privada e do tratamento dos dados pessoais que induziu o legislador da Diretiva de 2017 a atribuir o direito de conhecer a identificação dos acionistas apenas à sociedade, não à generalidade dos sócios. Cautela talvez exagerada, pois, além do mais (v. supra, n.º 1), nas sociedades só com ações nominativas o direito de informação dos sócios facilita o acesso àqueles dados pessoais”.

*do sistema centralizado não podem cobrar comissões pelos serviços previstos nos artigos 29.º-B a 29.º-E”<sup>76</sup>.*

## 7.2. Sanções

O artigo 14.º-B prevê a adoção pelos Estados-Membros de sanções adequadas para a infração às medidas de transposição da DDA, conforme alterada pela DDA II.

Na sede que nos interessa, destacamos duas alterações. Por um lado, a Proposta 12/XIV prevê, mediante o aditamento das alíneas p) e q) ao n.º 2 do artigo 397.º do CódVM, que tanto a não divulgação e comunicação da informação exigida como a cobrança de comissões proibidas pelas entidades autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira constituam contra-ordenações muito graves. Por outro lado, mediante o aditamento de uma al. c) ao n.º 4 do artigo 392.º do CódVM, a violação do dever de não cobrar comissões proibidas, por parte de entidade gestora de sistema centralizado, constitui uma contra-ordenação grave.

## 8. Conclusões

O artigo 3.º-A proclama o objetivo do envolvimento acionista e procura atingi-lo através de mecanismos que permitam aos emitentes conhecer – e comunicar – com esses acionistas. O regime parece equilibrado. O sacrifício que pede às entidades gestoras e aos intermediários, que veem reforçadas as suas obrigações, e aos acionistas, que veem reduzida a sua esfera de reserva ou sigilo, não parece desproporcionadamente penoso face às finalidades prosseguidas.

Contudo, a bondade dos objetivos proclamados esbarra, pelo menos parcialmente, com o “problema da identificação” dos acionistas.

Por um lado, a DDA II remete para o conceito de acionista da lei interna. O conceito de acionista é fortemente influenciado pelos sistemas de titularidade dos valores mobiliários e a União Europeia conhece variações dos sistemas de titularidade direta e indireta de ações. Antecipa-se, por isso, pouca uniformidade nas soluções, sabendo que há jurisdições

<sup>76</sup> Parece-nos, salvo melhor opinião, que a remissão neste n.º 4 do artigo 29.º-E do CódVM e no n.º 1 do mesmo artigo, na redação da Proposta 12/XIV, deveria, no entanto, ler “29.º-B a 29.º-D”.

em que relevarão os acionistas de primeira camada e outras mais preparadas para identificar os acionistas materiais.

Por outro lado, as jurisdições que subscrevem um sistema de titularidade direta, como é o caso de Portugal, veem-se a braços com fenómenos de titularidade intermediada, que têm que ser analisados fora do sistema de registo de ações.

Uma leitura estrita do artigo 3.º-A – e do rumo que a sua transposição levou na Proposta 12/XIV – faz-nos crer que pouco se avança com a DDA II. A constatação, que também foi clara na Consulta Pública CNSF n.º 1/2018, de que em Portugal se deve atender ao acionista que figure como titular da conta de registo individualizado, parece a única possível face ao nosso regime de registo de ações em sistema centralizado. Mas, se assim for, a transposição da DDA II avança nada ou muito pouco, em matéria de identificação acionista, em relação à proibição da emissão de valores mobiliários ao portador já vigente no nosso ordenamento.

Por outro lado, pensando o artigo 3.º-A no contexto das suas finalidades, é fácil compreender que o envolvimento querido não é o do acionista de primeira camada, que poderá ter algum grau de imunidade face às comunicações que lhe sejam dirigidas. Quer-se envolver, sim, o acionista último. Aquele em prol do qual foi já admitido o fracionamento do voto, na senda da DDA, no artigo 23.º-C do CódVM.

Parece-nos, assim, que no nosso sistema têm que ser encontrados mecanismos que permitam, para efeitos da identificação dos acionistas e da comunicação com esses acionistas, diluir as situações de titularidade intermediada. Esses mecanismos poderão talvez aproveitar a boleia do Regulamento 2018/1212, que redireciona o foco para a titularidade por conta própria ou alheia. Em qualquer caso, os mecanismos deverão ser sensatos e precavidos, sabendo-se que a titularidade de ações, ademais admitidas à negociação em mercado regulamentado, comporta outros direitos e deveres, para além daqueles imediatamente associados ao envolvimento acionista, e que a interferência com o conceito de acionista deve ser cautelosa.

Sem prejuízo de tudo o que se vem de expor, permitimo-nos rematar com uma nota empírica. Começamos por afirmar que o direito de identificação dos acionistas visa promover o envolvimento acionista. Pelo caminho deparamo-nos com algumas cadeias opacas. Parece-nos que um acionista que não queira ser identificado, muito provavelmente é um acionista que também não quer estar envolvido. Se assim for, os esforços tendentes à identificação dos acionistas reais, para as finalidades proclamadas pela DDA II, devem ser bem medidos.

**RESUMO:** Neste artigo, iremos abordar a problemática em torno dos negócios celebrados entre a sociedade e os seus sócios controladores. Para tal, torna-se essencial tratar a questão relativa aos conflitos de interesses, assim como a (nova) Diretiva dos Direitos dos Acionistas, que regula agora, no seu art. 9.º-C, as transações com partes relacionadas. No que ao ordenamento jurídico português diz respeito, é fulcral a análise da recém publicada Proposta de Lei 12/XIV, que pretende levar a cabo a transposição nacional da referida Diretiva.

**Palavras-chave:** transações com partes relacionadas; sócios controladores; conflito de interesses; Diretiva dos Direitos dos Acionistas.

**ABSTRACT:** In this paper, we will address the issue around transactions between the company and its controlling shareholders. Therefore, it proves essential to approach the topic of conflict of interests, as well as (the new) Shareholders Rights Directive, which now regulates, in its article 9c, related party transactions. Regarding the Portuguese legal system, it is paramount to analyze the recently published bill (Proposta de Lei 12/XIV), which intends to carry out Directive's national transposition.

**Keywords:** related party transactions; controlling shareholders; conflict of interests; Shareholders Rights Directive.

MARIANA LEITE DA SILVA\*

## Os negócios celebrados entre a sociedade e os sócios controladores – em particular, o regime introduzido pela Diretiva (UE) 2017/828

### Introdução

A maior ou menor pulverização das participações sociais no seio de uma sociedade comercial tem, naturalmente, um impacto significativo na governação e funcionamento da mesma. Sendo o mercado de capitais português marcado por uma clara concentração acionista, o risco de existência de conflitos de interesses entre sociedade e sócio controlador é elevado. Este conflito – que se assume como uma das mais relevantes problemáticas enfrentadas pela hodierna *corporate governance* – vem sendo impulsionado, sobretudo, por graves escândalos financeiros que fizeram soar o alarme relativamente aos défices de controlo da atuação orgânica das sociedades.

\* Mestranda e Monitora na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

Parece-nos adequado iniciar esta exposição com uma breve contextualização em torno dos mecanismos atualmente retratados no Código das Sociedades Comerciais (doravante CSC) que, de um modo ou de outro, possam ser relevantes para a presente abordagem. Do exposto, concluiremos pela falta de informações prévias suficientes e de instrumentos preventivos adequados à oposição dos acionistas minoritários perante transações abusivas. Por último, será pertinente dar conta não só das alterações introduzidas pelo art. 9.º-C da Diretiva (UE) 2017/828<sup>1</sup> – que se propõe a regular a matéria das transações com partes relacionadas –, mas também da forma como a generalidade dos ordenamentos a estão a implementar nas suas ordens internas, destacando, entre nós, a recentíssima Proposta de Lei 12/XVI, de 30-01-2020<sup>2-3</sup>.

## 1. Controlo acionista

### 1.1. O sócio controlador

Dizemos que detém o controlo da sociedade quem possa influenciar a sua vontade juridicamente relevante. Se assim é, e se tal vontade é formada através dos órgãos sociais competentes, então controlará a sociedade quem controle tais órgãos<sup>4</sup>.

Nas sociedades anónimas, quem determina o andamento da vida societária em matéria de gestão é o órgão de administração. Possui, para esse efeito, poderes de representação. Como se depreende, é através do órgão de administração que a vontade social é, em grande medida, formada,

<sup>1</sup> Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=PT>.

<sup>2</sup> A referida proposta poderá ser consultada em <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=44418>.

<sup>3</sup> De ressalvar que esta investigação – tendo o seu âmbito espaço-temporal bastante reduzido – vê o seu foco incidir, essencialmente, nas sociedades anónimas. Tal não significa que a temática seja completamente alheia a outros tipos societários (desde logo, às sociedades por quotas). As disposições legais desprovidas de indicação de fonte reportam-se ao Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/1986, de 2 de setembro, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 49/2018, de 14/08.

<sup>4</sup> JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU E ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil de administradores e sócios controladores: notas sobre o art. 379.º do Código do Trabalho», in *Miscelâneas do IDET*, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2004, p. 50; PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade Aberta, domínio e influência dominante» in *Revista Da Faculdade De Direito Da Universidade De Lisboa*, vol. 48.º, n.ºs 1-2, 2007, pp. 47-52.

sendo a intervenção da assembleia geral admissível tão-só nos casos fixados na lei ou nos estatutos (n.º 2 do art. 373.º do CSC)<sup>5</sup>. Detendo uma participação social de domínio, os sócios controladores estão em condições de exercer influência dominante sobre os negócios concluídos pelos administradores em representação da sociedade. Se atentarmos ao facto de os membros do órgão de administração poderem ser eleitos pela assembleia geral e por ela poderem, de igual modo, ser destituídos *ad nutum* independentemente de justa causa<sup>6</sup>, teremos que o interesse comum da sociedade arriscar-se-á a ser arredado para segundo plano nas situações em que o administrador se vê confrontado com uma de duas hipóteses: ou cede à pressão exercida pelo sócio controlador e privilegia o seu interesse particular, ou vê a sua continuidade à frente da direção da sociedade comprometida<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> A assembleia pode ser chamada a pronunciar-se sobre matérias de gestão a pedido do órgão de administração, nos termos do n.º 3 do art. 373.º, limitando, assim, a liberdade estatutária do art. 373.º, n.º 2. Entende a melhor doutrina que o n.º 3 do art. 373.º vale como estipulação imperativa nas sociedades de tipo germânico, podendo os sócios deliberar sobre matérias de gestão tão-só a pedido do órgão de administração. Diferente interpretação terá de ser feita para as estruturas tradicional e monástica, nas quais os estatutos podem prever as competências da assembleia geral em matéria de gestão, não carecendo de pedido do órgão de administração. V., para maiores desenvolvimentos, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Governação das sociedades comerciais*, 2<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp. 49-55. Adotando uma interpretação diferente, excluindo a possibilidade de introduzir no contrato de sociedade uma cláusula que confira ao órgão deliberativo o poder de decidir sobre determinadas matérias de gestão, sem necessidade de prévia solicitação ao conselho de administração, veja-se ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Os Poderes de representação dos administradores de sociedades anónimas», in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Stvdia Ivridica 34, Coimbra Editora, 1998, pp. 193-206, PEDRO MAIA, «Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima», in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Stvdia Ivridica 62, Coimbra Editora, 2002, pp. 137-157, e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Direitos dos sócios da sociedade-mãe na formação e direcção dos grupos societários*, Universidade Católica Portuguesa – Editora, Porto, 1994, pp. 127-128 (n.º 152). Em sentido oposto vai FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, não vislumbrando nenhuma razão para que os estatutos não possam prever a competência da assembleia relativamente a determinados atos em matéria de gestão, cf. *Estrutura associativa e participação societária capitalística*, Coimbra Editora, 2006, pp. 304-310.

<sup>6</sup> Cf. art. 391.º, n.º 1, art. 425.º, n.º 1, 403.º, n.º 1 e art. 430.º, n.º 1 do CSC.

<sup>7</sup> JOHN ARMOUR, et. al., «The basic governance structure: the interests of shareholders as a class», pp. 51 e ss e LUCA ENRIQUES, et. al., «Related-party transactions», pp. 166-167 – in *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford University Press, Oxford, 2017; JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflitos de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador», in *Conflito de interesses no direito societário e financeiro*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 80; JOÃO DIAS

Mas em que situações é um sócio apelidado de controlador? O sócio controlador é, em regra, aquele que detém a maioria das participações sociais, às quais é inerente o direito de voto. Todavia, nem sempre o domínio da sociedade exige a detenção da maioria das participações sociais<sup>8</sup>. Atente-se, em primeiro lugar, à possibilidade de a administração ser controlada, não pelo exercício de direitos de voto que a permitem eleger e destituir, mas sim pelo exercício do direito especial de nomeação atribuído a determinados sócios, previsto em cláusula estatutária especial<sup>9</sup>. Em segundo lugar, pode o sócio não deter 50% das participações sociais e, ainda assim, ser considerado controlador da sociedade se, por exemplo, existirem na sociedade ações preferenciais sem voto<sup>10</sup>. Da mesma forma, poderá reconhecer-se a existência das chamadas «maiorias de facto», nos casos em que exista uma forte dispersão de capital e em que o abstencionismo do pequeno acionista seja um fenómeno recorrente, demonstrando uma verdadeira «separação entre propriedade e controlo»<sup>11</sup>. Outro circunstancialismo comumente referenciado a este propósito diz respeito aos acordos parassociais de que um sócio minoritário pode lançar mão e que lhe permitirão, juntamente com a vinculação de voto de outros sócios, o controlo das deliberações da assembleia geral e, indiretamente, do respetivo órgão de administração (art. 17.º, n.º 2)<sup>12</sup>. Por outro lado, um

LOPES, «Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo», in *Revista de direito das sociedades*, V, 2013, pp. 83-85.

<sup>8</sup> PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade aberta, domínio...», cit., pp. 47-52.

<sup>9</sup> Cf. art. 83.º, n.º 1, apenas aplicável às sociedades por quotas.

<sup>10</sup> Estas ações permitem aos sócios desinteressados obter o direito a um dividendo prioritário, e a outros sócios, com direito de voto, manterem o controlo societário. Assim, acionistas detentores de ações ordinárias têm um controlo superior à sua *quota*, o que limita a capacidade de acionistas minoritários influenciarem as decisões da sociedade, agravando, desse modo, o risco de *tunneling*. Cf. N.ºs 1, 2 e 3 do art. 341.º CSC, JOSÉ PAULO ESPERANÇA, et. al., *Corporate governance no espaço lusófono*, Texto Editores, 2011, p. 236 e JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 6<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2019, pp. 225-228.

<sup>11</sup> Tal como defendido por JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, para que tal influência dominante seja relevante é necessário que o sócio possa influir de uma forma estável, regular e permanente na condução dos negócios da sociedade e não seja um domínio apenas resultante de circunstâncias conjunturais ou causais, cf. *Os grupos de sociedades – Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2<sup>a</sup> ed., Almedina, 2002, pp.455-458 e 505-507. Esta orientação é corroborada por LUCA ENRIQUES e PAOLO VOLPIN, «Corporate governance reforms in continental Europe», in *Jornal of economic perspectives*, vol. 21, n.º 1, 2007, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=970796](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970796).

<sup>12</sup> Mais uma vez, para que a influência seja significativa, teremos que nos encontrar perante pactos parassociais de caráter duradouro, que atribuam a determinados sócios um direito unilateral de determinação do sentido do exercício dos direitos de voto agregados,

sócio poderá deter uma participação social superior a 50% e, não obstante, não ser sócio controlador, por existir na sociedade um teto estatutário de voto<sup>13</sup>.

Mas este controlo torna-se ainda mais flagrante quando a influência provém de um sócio que prossegue interesses empresariais próprios, concentrados na figura de uma outra sociedade. Para além dos riscos de apropriação de benefícios privados, surge, no controlo interempresarial, a pretensão de os sócios da sociedade controladora lucrarem nesta o mais possível, ainda que à custa da sociedade controlada, podendo tal passar pela celebração de negócios desvantajosos para si, mas vantajosos para a sociedade-mãe<sup>14</sup>. Esta é uma possibilidade que pode surgir em sociedades em relação de domínio ou sociedades em relação de grupo.

O n.º 1 do art. 486.º considera que duas sociedades estão em relação de domínio quando uma sociedade por quotas, anónima ou em comandita por ações<sup>15</sup>, dita dominante, possa exercer, direta ou indiretamente<sup>16</sup>, sobre a sociedade dependente, uma influência dominante. Por sua vez, o n.º 2 presume a existência de «influência dominante» sempre que: uma sociedade detenha participação maioritária no capital de outra; uma sociedade disponha de mais de metade dos votos de outra; ou uma sociedade tenha a possibilidade de designar mais de metade dos membros do respetivo órgão de administração ou órgão de fiscalização<sup>17</sup>.

especialmente se acautelados por mecanismos eficazes contra o seu incumprimento, v.g., prevendo exigentes cláusulas penais. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos...*, cit., pp. 499-502.

<sup>13</sup> Esta possibilidade, prevista no art. 384.º, n.º 2, al. b) do CSC, implica que os votos acima de certo número não sejam computados. Tal permitirá dar mais voz, em assembleia geral, a sócios minoritários que, porventura, unidos através de acordos parassociais, se poderão mesmo tornar – eles próprios – os sócios controladores. V., para mais desenvolvimentos, J. M. COUTINHO DE ABREU, «De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu-aberto», in *Direito das sociedades em revista*, ano 9, vol. 17 (2017), pp. 13-23.

<sup>14</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, «O direito dos grupos de sociedades segundo o European Model Company Act (EMCA)», in *IV Congresso DSR*, 2016, pp. 513-514 e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de governo das sociedades*, Almedina, 2017, p. 52.

<sup>15</sup> Cf. art. 481.º, n.º 1.

<sup>16</sup> Através de sociedade que preencha os requisitos do art. 483.º, n.º 2. Em causa estão os controlos em pirâmide, em que uma sociedade mãe se encontra em relação de domínio com uma sociedade filha e exerce também, indiretamente, influência sobre outra sociedade (a sociedade neta) através da interposição de um terceiro (a sociedade filha) que controla aquela.

<sup>17</sup> Em moldes semelhantes, o n.º 2 do art. 21.º do Código dos Valores Mobiliários (doravante, CVM), oferece-nos, para as sociedades com capital aberto ao investimento público, factos que fazem presumir uma relação de domínio: a titularidade da maioria dos direitos de voto, mesmo se exercidos por meio de pactos parassociais, e a possibilidade

Já quanto às relações de grupo, estas podem ter origem em contrato de subordinação, contrato de grupo paritário (figuras que, na prática societária, não assumem relevância) ou ainda através do domínio total do grupo, conseguido pela detenção a 100% do capital social da sociedade totalmente dominada. O art. 503.º, n.º 1 reconhece à sociedade mãe do *grupo* o direito de emitir instruções vinculantes, ainda que prejudiciais, à administração da sociedade filha. Como contrapartida, fica aquela obrigada a compensar perdas anuais da sociedade-filha (art. 502.º) e é responsável, perante credores desta, pelas dívidas anteriores ou posteriores à constituição da relação de grupo (art. 501.º).

Ora, sendo a relação societária de *mero domínio*, não pode a sociedade dominante exercer o seu poder sobre a administração da sociedade dominada. Em assembleia geral pode o sócio controlador, naturalmente, determinar a vontade juridicamente relevante imputável à sociedade; contudo, fora deste órgão, ele não tem o «*poder de direito*» para influir sobre o comportamento dos administradores das sociedades dependentes<sup>18</sup>. Inclusive, não podem estes atuar de forma prejudicial à sua sociedade – perante a qual estão subordinados a deveres de lealdade – e benéfica à sociedade dominante, invocando um qualquer «*interesse do grupo*»<sup>19</sup>. Se assim é, a celebração de negócios entre a sociedade-sócia controladora e a sociedade subsidiária mantém iminente um possível conflito de interesses, não tendo o respaldo do CSC, alheio a qualquer mecanismo de tutela *ex ante* específico e adequado.

de nomeação ou destituição da maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização.

<sup>18</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, «O direito dos grupos...», cit., pp. 516.

<sup>19</sup> Este interesse está consagrado na Section 9, *ex vi*, Section 16 do European Model Company Act, nos termos da qual o órgão de administração da sociedade subsidiária fica obrigada a cumprir instruções da sociedade-mãe se estas forem conformes com o «*interesse do grupo*». Peca, contudo, o EMCA por não apresentar uma definição cabal daquele conceito, potenciando, pela simples invocação da «fórmula mágica», uma indiscriminada violação de deveres fiduciários dos administradores – cf. J. M. COUTINHO DE ABREU, «O direito dos grupos...», cit., pp. 518-520. Esta é a ideia também acolhida pela OCDE (2016), que relembra a importância de um integral cumprimento dos deveres de lealdade por parte dos administradores para com a própria sociedade e restantes acionistas, e não tanto para com o grupo. Só assim se poderá garantir uma cabal proteção dos acionistas minoritários – cf. *Princípios de governo das sociedades do G20 e da OEDC*, Éditions OCDE, Paris, pp. 28-29, disponível em <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>.

## 1.2. Extração de benefícios privados pelo sócio controlador

A existência de um sócio de controlo permite – não se duvida – uma maior fiscalização do órgão de administração da sociedade, reduzindo assim, o risco de os administradores prosseguirem os seus interesses pessoais em detrimento do interesse social. Este benefício que o controlo societário traz para a sociedade será partilhado *pro rata* por todos os acionistas, de forma proporcional às suas participações sociais. Todavia, tal abre margem para que sejam os próprios sócios controladores a prosseguirem benefícios privados de controlo, isto é, a obterem vantagens que são exclusivamente aproveitadas por si, em prejuízo dos restantes acionistas, ficando estes últimos privados dos lucros a que teriam direito em razão da sua participação na sociedade<sup>20,21</sup>. Entre nós, é amplamente acei-

<sup>20</sup> ANA PERESTRELO OLIVEIRA, *Manual de governo das sociedades*, cit., p. 51; JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima...», cit., p. 80; MIGUEL CANCELA DE ABREU, «Do aproveitamento pessoal do controlo societário», in *Direito das sociedades em revista*, ano 8, vol. 15 (2015), pp. 154-157. É usual referir-se também, e com significado semelhante, ao fenómeno do *tunneling*, enquanto mecanismo pelo qual os acionistas controladores extraem valores à custa de acionistas minoritários, remetendo-nos, metaforicamente, para um túnel subterrâneo construído para subtrair ativos da sociedade – SIMON JOHNSON, et. al., «Tunneling», in *The american economic review*, v. 90, n.º 2, pp. 22-23. Ainda assim, o conceito de *private benefits of control* abrange uma realidade de dimensão mais alargada.

<sup>21</sup> Estes *private benefits of control* podem ser tripartidos em diferentes modalidades com base na forma de extração (v., desenvolvidamente, RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, «Controlling controlling shareholders», in *University of Pennsylvania law review*, vol. 152, 2003, pp. 4-20, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=417181](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417181)). A primeira modalidade concretiza-se na venda da posição de controlo acrescida de um prémio. Este prémio de controlo constitui um benefício que apenas aproveita ao sócio controlador e não aos restantes, uma vez que o lote de ações dominantes terá um valor majorado relativamente àquele que resultaria, em condições normais de mercado, da soma dos valores singulares das ações, v., a este propósito, RAÚL VENTURA, «Participações dominantes: alguns aspectos do domínio de sociedades por sociedade», in *Separata da revista da Ordem dos Advogados*, sem data, p.45 ss e, também, MIGUEL CANCELA DE ABREU, «Do aproveitamento pessoal...», cit., pp. 161, 165-167. Uma segunda espécie opera através do *freeze out* da minoria, que tem lugar, por exemplo, quando um sócio dominante exerce o seu direito de aquisição potestativa. Este direito está consagrado no art. 194.º/1 CVM, que permite a um qualquer sujeito que atinja, na sequência de uma oferta pública de aquisição geral e total, 90% da totalidade dos direitos de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela OPA, adquirir as participações dos demais sócios minoritários, através de uma «oferta de aquisição» que a contraparte pode ou não aceitar. Caso aceite, celebrar-se-á um contrato; caso não aceite, o sócio maioritário tem sempre o direito de adquirir potestativamente as suas participações sociais através de negócio jurídico unilateral. Este direito está igualmente consagrado no art. 490.º do CSC, aplicável às relações de grupo, independentemente do lançamento de uma OPA. Não obstante o Tribunal Constitucional

te<sup>22</sup> a existência de um dever de lealdade imposto aos acionistas perante a sociedade, fundado na obrigação de cada sócio não atuar de modo incompatível com o interesse social<sup>23</sup> ou com interesses de outros sócios relacionados com a sociedade. Como tal, apresenta-se enquanto dever de conteúdo eminentemente negativo, que assenta numa atuação compaginável com o interesse social, mas que, ainda assim, permite a cada sócio a satisfação dos seus próprios interesses<sup>24</sup>. É com fundamento neste dever de lealdade dos acionistas (e no dever de lealdade dos administradores) que não podem ser tolerados negócios que atribuam aos sócios com participações qualificadas benefícios privados, em prejuízo da sociedade<sup>25</sup>.

já se ter pronunciado no sentido da sua não constitucionalidade (Acórdão n.º 491/02 do TC, Relator Conselheiro Paulo Mota Pinto), a verdade é que esta aquisição potestativa fere gravemente o conteúdo do direito de propriedade dos sócios minoritários. V., para maiores desenvolvimentos, J. M. COUTINHO DE ABREU e ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Artigo 490.º», in *Código das sociedades comerciais em comentário*, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 136-180. A última, e mais importante via de extração de benefícios privados em Portugal, consiste na extração de vantagens económicas através do exercício – por parte de um sócio controlador – dos poderes de administração da sociedade. Ora, a celebração de contratos entre a sociedade e sócios controladores é, com certeza, um dos mecanismos onde mais proeminentemente se afirma o conflito de interesses entre sócios no contexto português – cf., JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflitos de interesses...», cit., pp. 81-82.

<sup>22</sup> Contra, PAULO OLAVO CUNHA, «(Acerca da) inexistência do dever (específico) de lealdade dos sócios e acionistas», in *V Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2018, pp. 17 e ss.

<sup>23</sup> A perspetiva de interesse social aplicável ao relacionamento dos sócios com a sociedade mantém uma génese contratualista, enquanto interesse comum a todos os sócios, enquanto tais. Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., 275 e ss.

<sup>24</sup> V., por todos, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., p. 294-295.

<sup>25</sup> A jurisprudência norte-americana tem sido líder na imposição de deveres fiduciários aos acionistas de controlo. O *leading case* é o *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971) em que ficou estabelecido que a *business judgment rule* de que beneficiaria o administrador será afastada, sempre que um acionista maioritário – que veja recair sobre si um dever fiduciário para com a sociedade subsidiária e restantes acionistas – celebre com ele um negócio que lhe atribua uma vantagem à custa dos acionistas minoritários da sociedade subsidiária (aplicação do *advantage/disadvantage test*). Já em *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 705, 711 (Del. 1983) decidiu-se que se o negócio em causa tiver sido aprovado por acionistas desinteressados com acesso a informações sobre o negócio, o ónus da prova recairia, já, sobre o lesado – que teria de demonstrar, em tribunal, que tal negócio não era justo. Na decisão de *In re Maxxam, Inc.*, 659 A.2d 760 (Del. Ch. 1995) o tribunal considerou que um empréstimo realizado entre uma sociedade-filha e uma sociedade-mãe sujeitaria *sempre* esta última ao *fairness test*. Em geral, a jurisprudência tem entendido que, ainda que estejamos perante uma transação aprovada por administradores independentes ou acionistas não controladores, não é de aplicar o critério da *business judgment rule*, uma vez que aqueles continuam potencialmente sujeitos à coerção do acionista de controlo. Assim, nestas situações, o *fairness test* (que implica a apreciação

Naturalmente que o controlo implica também custos. E estes custos, tal como os benefícios, poderão ser privados, se falarmos das despesas inerentes à monitorização do órgão de administração pelo sócio controlador, ou partilhados, se em causa está um negócio desvantajoso para a sociedade celebrado pelo sócio controlador, uma vez que, aqui, o valor do benefício privado será extraído do património da sociedade e, proporcionalmente, do património de todos os sócios. De todo o modo, sempre diremos que para que o controlador possa extrair um autêntico «benefício privado de controlo», a soma dos benefícios não partilhados na proporção das participações sociais dos restantes sócios terá necessariamente de superar a soma de quaisquer custos por ele (também) suportados<sup>26</sup>.

É ainda relevante notar que a estrutura mais ou menos concentrada de determinado mercado acionista dependerá sempre do sistema em que se insere. Há uma clara tendência para a extração de benefícios privados de controlo ser maior em mercados de matriz romano-germânica (*civil law*), quando comparados com os mercados dos países de *common law*, designadamente os EUA e o Reino Unido<sup>27</sup>. Verifica-se, na prática, que existe uma correlação direta entre o grau de proteção dos investidores externos e a existência de concentração acionista. Um investidor apenas verá o retorno do seu investimento numa sociedade se a correspondente lei aplicável lhe atribuir os direitos necessários<sup>28</sup> e se o seu *enforcement* for suficientemente forte<sup>29</sup>. Um sistema que consagre uma fraca proteção legal dos seus investidores será um sistema pautado por uma forte concentração de participações sociais em poucos acionistas, e isto por duas ordens de razões. Em primeiro lugar, os sócios que têm o poder de influir na conduta dos admi-

do negócio à luz de um *fair price* e de um *fair dealing*) mantém-se o critério aplicável. Cf. MARY SIEGEL, «The erosion of the law of controlling shareholders», in 24 *Del. J. Corp. L.* 27, 1999, pp. 24-31, 37-40, 53-60. Todavia, a doutrina tem sido crítica desta solução, v., para mais desenvolvimentos, Steven M. Haas, «Toward a controlling shareholder safe harbor», in *Virginia law review*, vol. 90, 2004, disponível em <http://www.virginalawreview.org/sites/virginalawreview.org/files/2245.pdf>. Acompanhei, também, a exposição de JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima...», cit., pp. 120-130.

<sup>26</sup> JENS DAMMANN, «Corporate ostracism: freezing out controlling shareholders», in *Journal of corporation law*, vol. 33, no. 3, 2008, pp. 8-11, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1303712](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1303712); RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, «Controlling controlling shareholders», cit., pp. 2-3.

<sup>27</sup> RAFAEL LA PORTA, et. al., *Investor protection and corporate governance*, June 1999, p. 7, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=183908](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908).

<sup>28</sup> Desde o direito a receber dividendos, o direito a participar nas assembleias, o direito a votar na eleição dos administradores, o direito a subscrever uma oferta pública de aquisição, etc.

<sup>29</sup> RAFAEL LA PORTA, et. al., *Investor protection...*, cit., p. 5.

nistradores tendem a carecer de mais capital para exercer os seus direitos de controlo e, com isso, evitar serem por eles *expropriados*. Em segundo lugar, quando são fracamente protegidos, os pequenos investidores tendem a pagar pouco pelas suas ações, o que retrai as sociedades de lançarem novas ações no mercado, o que irá, indiretamente, estimular a concentração acionista<sup>30</sup>. Assim, porque os países da *civil law* fornecem aos seus investidores uma proteção legal mais fraca, verão a sua estrutura de capital concentrada em poucos sócios, enquanto que os países da *common law* assentará numa estrutura acionista assaz mais dispersa<sup>31</sup>. O ordenamento português, assente num sistema de *civil law*, não foge à regra. Como tal, a matriz societária portuguesa caracteriza-se por uma estrutura acionista concentrada no poder de um ou mais sócios controladores, sensível ao exercício, por estes, de uma influência dominante sobre os negócios concluídos pelos administradores em representação da sociedade<sup>32</sup>.

## **2. As (insuficientes) regras substantivas previstas no direito constituído português**

A atual legislação portuguesa prevê, ainda que escassamente, alguns mecanismos de que se pode lançar mão em face de negócios celebrados entre sociedade e sócios controladores.

Uma vez que a capacidade da sociedade comercial é limitada pelo seu fim lucrativo, o art. 6.º introduz limitações aos negócios celebrados pela

<sup>30</sup> RAFAEL LA PORTA, *et. al.*, «Law and finance», in *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, December 1998, p. 28, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=139134](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=139134),

<sup>31</sup> RAFAEL LA PORTA, *et. al.*, «Law and finance», cit., pp. 3-6, 33. Neste tipo de sistemas onde a propriedade é difusa, os conflitos de interesses surgem, antes, entre a sociedade e o administrador (normalmente designados como *agency costs*). V., para maiores desenvolvimentos sobre estas duas problemáticas, NICOLETTA MICHELI, «La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate», in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, no. 391, Giuffrè Editore, 2016, pp. 16-29.

<sup>32</sup> O último Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, disponibilizado em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) (relativo ao ano de 2014), dá conta da existência de 43 sociedades de direito nacional com ações cotadas na *Euronext Lisbon*. Das sociedades em análise verificou-se que, em 24 delas, uma pessoa singular ou coletiva exerce domínio nos termos do art. 21.º do CVM (i.e., controlava pelo menos 50% dos direitos de voto). As posições de domínio variam entre 50.0% e 94.7%, correspondendo a uma média de 67.1% do capital social destas sociedades e a 64.9% da respetiva capitalização bolsista.

sociedade sem um qualquer motivo interesseiro<sup>33</sup>. Mas este é um regime exclusivamente aplicável aos negócios celebrados com espírito de liberdade, carecendo sempre, além do mais, da arguição da nulidade pelas partes interessadas.

Por sua vez, o art. 29.º do CSC exige que a aquisição de bens a sócios por uma sociedade anónima ou em comandita por ações – depois da verificação do valor dos bens por revisor oficial de contas – seja aprovada por deliberação em assembleia geral, nos casos em que tal aquisição seja efectuada antes da celebração do contrato de sociedade, em simultâneo com esta, ou nos dois anos seguintes, e o contravalor dos bens exceda 2% ou 10% do capital social, consoante este for igual ou superior a €50.000, ou inferior a este montante<sup>34</sup>. Este regime jurídico tem como finalidade evitar que um sócio (em regra, dominante) realize a sua entrada em dinheiro e, posteriormente, venda à sociedade, por preço livremente fixado, o bem com que efetivamente pretendia realizar a sua entrada. Isto traduzir-se-ia numa «quase-entrada» ou numa entrada em espécie dissimulada, contornando, assim, avaliação dos bens por um revisor oficial de contas imposta por intermédio do art. 28.º do CSC<sup>35</sup>. Este é um mecanismo que controla *ex ante* negócios celebrados entre a sociedade e sócios, mas que, todavia, se vê bastante limitado no seu âmbito de aplicação pessoal, temporal e material.

Relevante é também a norma prevista no art. 384.º, n.º 6 do CSC, que acautela as situações em que existe um conflito de interesses, proibindo o acionista de votar na deliberação em causa. Estas hipóteses são marcadas pela divergência entre o interesse (objetivamente avaliado) do sócio e o interesse (objetivamente avaliado) da sociedade<sup>36</sup>, sendo relevante, para a temática em análise, invocar a alínea d) do n.º 6 do art. 386.º, que estabelece um impedimento de voto para os casos em que a deliberação incida sobre qualquer relação, estabelecida ou a estabelecer, entre a sociedade e

<sup>33</sup> Para maiores desenvolvimentos, v. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Artigo 6.º», in *Código das sociedades comerciais em comentário* (coord. de J. M. COUTINHO DE ABREU), vol. I (Artigos 2.º a 84.º), 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 117-136.

<sup>34</sup> Chamando a atenção para a inapropriada referência a valores de capital social «inferiores a 50.000€», veja-se J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., p. 256, n. 629. Sendo a norma em apreço exclusivamente aplicável a sociedades anónimas e a sociedades em comandita por ações, parece inconcebível, nos termos dos arts. 276.º, 3 e 478.º, a existência de sociedades com capital social inferior a esse montante.

<sup>35</sup> V. PAULO TARSO DOMINGUES, «Artigo 29.º», in *Código das sociedades comerciais em comentário* (coord. J. M. COUTINHO DE ABREU), vol. I (Artigos 2.º a 84.º), 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 495-501.).

<sup>36</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., p. 237.

o acionista, estranha ao contrato de sociedade. Já a al. b) do n.º1 do art. 58.º determina a anulabilidade das deliberações sociais tomadas através de votos abusivos, entendendo-se como tal as deliberações que, não violando a lei ou estatutos da sociedade, são apropriadas a satisfazer o próprio de sócio(s) conseguir(em) vantagens especiais para si ou para outrem em prejuízo da sociedade ou de outro(s) sócio(s) – primeira modalidade – ou o propósito de prejudicar(em) aquela ou este(s) – deliberações emulativas – a menos que se prove que a mesma deliberação teria sido adotada sem os votos abusivos<sup>37</sup>. Todavia, a aplicabilidade do art. 384.º, n.º 6 e art. 58.º, n.º 1, al. b) aos negócios celebrados entre a sociedade e os sócios é, na verdade, diminuta. Sendo esta uma matéria da competência do conselho de administração<sup>38</sup>, a não ser que a intervenção da assembleia geral seja suscitada, esta não poderá deliberar sobre aqueles assuntos<sup>39</sup>.

O art. 397.º, n.º1 do CSC veda, sob pena de nulidade, a celebração de empréstimos e contratos de crédito entre a sociedade e os administradores, atendendo ao risco que para a sociedade tais contratos poderiam implicar. Já o n.º2 da citada norma permite a celebração de contratos entre a sociedade e seus administradores, diretamente ou por pessoa interposta, desde que previamente autorizados por deliberação do conselho de administração e tenham obtido parecer favorável do conselho fiscal ou comissão de auditoria. Para a temática em análise, a letra do art. 397.º abrange apenas os negócios que sejam celebrados (diretamente ou por pessoa interposta) com acionistas que sejam simultaneamente administradores da sociedade. Perante isto, parece-nos excessivo, em face do direito positivado, fazer depender a validade de quaisquer negócios entre a sociedade e um acionista não-administrador, da aprovação do conselho de administração<sup>40</sup>.

Depois de ter concluído pela inaplicabilidade do art. 397.º do CSC às situações em análise, há que indagar a possibilidade de, perante um negócio celebrado entre a sociedade e o seu acionista controlador, este ter-se como não vinculativo para a sociedade, com base na atuação contrária aos bons costumes ou boa fé das partes. O CSC<sup>41</sup> confere ao órgão de admi-

<sup>37</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., p. 512.

<sup>38</sup> Cf. o descrito *supra* em 1.1.

<sup>39</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflitos de interesses...», cit., p. 145. Ainda assim, COUTINHO DE ABREU entende ser razoável aplicar por analogia o art. 58.º, n.º 1, al. b) às deliberações tomadas pelo conselho de administração que sejam apropriadas para satisfazer o propósito aí previsto, *mutatis mutandis*, do administrador – cf. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governação...*, cit., pp. 128-129.

<sup>40</sup> Também, neste sentido, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflitos de interesses...», cit., pp. 109-110.

<sup>41</sup> Arts. 192.º/1, 252.º/1, 405.º/2, 431.º/2.

nistração poderes para vincular eficazmente a sociedade através da prática de atos jurídicos. Todavia, sempre que tais poderes – ainda que exercidos dentro dos limites formais – forem utilizados de forma substancialmente contrária aos fins da representação, e essa conduta for conhecida ou cognoscível da contraparte (no caso, o sócio controlador), tal reconduzir-se-á a um verdadeiro abuso do poder de representação<sup>42</sup>, que pode assumir a veste de abuso evidente ou de colusão<sup>43</sup>. Ora, este é um mecanismo fundamental de reação contra os abusos dos poderes de vinculação dos administradores. Contudo, para que este regime possa ser acionado, é necessário que as partes interessadas, nomeadamente sócios minoritários, tomem conhecimento de tais negócios e tenham acesso às suas diretrizes fundamentais<sup>44</sup>, algo que ainda não é suficientemente acautelado pelo nosso legislador.

Por fim, há que referir a possibilidade de um sócio ser responsabilizado com fundamento no exercício de influência dominante sobre o órgão de administração, que aparece regulada, entre nós, no n.º 4 do art. 83.º do CSC. Para que o sócio responda solidariamente com o administrador influenciado, é exigida a verificação de determinados pressupostos: a possibilidade de destituir ou fazer destituir os administradores da sociedade; o efetivo exercício de influência dominante que determine a administração a praticar ou omitir certo ato<sup>45</sup>; e a verificação de responsa-

<sup>42</sup> CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO, *Teoria geral do direito civil*, 4<sup>a</sup> ed. por ANTÓNIO PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, Coimbra Editora, 2012, p. 550. Esta doutrina era já defendida, no contexto societário, por VAZ SERRA, ao propugnar a existência de abuso de representação sempre que o representante praticasse atos formalmente válidos, mas contrários ao fim do poder de representação. Aplicar-se-ia o art. 269.º do CC, sendo tais contratos ineficazes, caso a outra parte conheça ou deva conhecer tal abuso – «Contrato consigo mesmo e negociação de diretores ou gerentes de sociedades anónimas ou por quotas com as respetivas sociedades», in *Revista de legislação e jurisprudência*, A. 100, pp. 177-179.

<sup>43</sup> Sobre o assunto, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., pp. 572-573, e ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Os poderes de representação...*, cit., pp. 257-259.

<sup>44</sup> J. M. COUTINHO DE ABREU, «Negócios entre a sociedade e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido», in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 5, vol. 9, março 2013, p. 24.

<sup>45</sup> Os meios de exercício desta influência vão desde diretivas e instruções concretas, até meros conselhos ou recomendações. Assim, J. M. COUTINHO DE ABREU e ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil de administradores e sócios controladores...», cit., p. 51.

O que tem sido questionado pela doutrina é a aplicação desta norma aos casos em que a influência seja exercida em assembleia geral, através de deliberações tomadas com os votos do sócio dominante a que os administradores devam obediência, e que se traduzam em comportamentos prejudiciais para a sociedade e para outros sócios. É ponto assente que a influência exercida pelo sócio, em sede de assembleia geral, através

bilidade civil do órgão de administração para com a sociedade ou sócios, pela prática de tal ato ou omissão. A responsabilidade aqui explanada permite – se devidamente interpretada – uma interessante proteção *ex post* dos conflitos de interesse que temos vindo a tratar ao longo desta investigação. Contudo, todo o instituto da responsabilidade civil limita-se a isso mesmo: um controlo repressivo de uma atuação jurídica que já produziu, necessariamente, um dano. De fora fica, por isso, uma resposta de prevenção aos prejuízos a que está sujeita a sociedade.

### 3. O regime proposto pela Diretiva (UE) 2017/828

A 17 de maio de 2017, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia aprovaram a Diretiva 2017/828, que altera a chamada Diretiva dos Direitos dos Acionistas (Diretiva 2007/36/CE). O processo legislativo teve início com a publicação, em 2012, do Plano de Ação da Comissão relativo ao Direito das sociedades europeu e governo das mesmas<sup>46</sup>, que

no exercício do seu voto maioritário, é uma intervenção jurídico-societária legítima. Com efeito, o art. 72.º, n.º 5 exonera o administrador de responsabilidade para com a sociedade, caso o ato ou omissão tenha por base uma deliberação de sócios, ainda que anulável. Se assim é, e se o art. 83.º, n.º 4 responsabiliza solidariamente o sócio controlador a par com o administrador tão-só nos casos em que este último seja responsável, então também no caso em apreço o sócio não responderia. Este é um entendimento que, de resto, se aproxima da solução alemã (§117 (1) e (2) *Aktiengesetz*) que, não exigindo – contrariamente à lei portuguesa – a responsabilidade do administrador para a aplicação do regime ao sócio influenciador, também exclui a responsabilidade daquele outro, perante a sociedade e perante os acionistas, quando o seu comportamento foi baseado em deliberação válida da assembleia geral. Todavia, entendemos que tal lógica não poderá aplicar-se nos casos em que a influência é exercida antes mesmo da deliberação ter lugar – nos casos em que o sócio determina o administrador a submeter um assunto a deliberação em que assentará o comportamento do administrador – e nos casos em que tal influência continua a ser levada a cabo finda a deliberação. Caso tenhamos um entendimento que impossibilite a aplicação do art. 83.º, n.º 4 a este tipo de comportamentos, estamos a abrir caminho para uma pura e simples fraude à lei. Cf. COUTINHO DE ABREU e ELISABETE RAMOS, «Responsabilidade civil de administradores e sócios controladores...», cit., p. 52-53; COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, Cadernos do IDET, 2<sup>a</sup> Edição, 2010, Almedina, Coimbra, pp. 51-53; e COUTINHO DE ABREU, *Governação...*, cit., pp. 62-63. Sobre o tema ver, desenvolvidamente, RUI PEREIRA DIAS, *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas: uma análise de direito material e de direito de conflitos*, Almedina, Coimbra, 2007.

<sup>46</sup> Comunicação da Comissão Europeia, *Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e sustentabilidade das empresas*, COM(2012) 740, 12 de dezembro de 2012.

teve na sua base as consultas elaboradas no âmbito de dois Livros Verdes<sup>47</sup>, tendo sido, já em 9 de abril de 2014, apresentada ao Parlamento e ao Conselho uma proposta de revisão da Diretiva dos Direitos dos acionistas. Tal como se pode ler no Plano de Ação e nos Considerandos da Nova Diretiva de 2017, a crise financeira teve uma influência substancial no governo das sociedades, tendo revelado que os acionistas apoiam uma excessiva assunção de riscos a curto prazo e que o seu nível de envolvimento é insuficiente. Perante este cenário, a Comissão Europeia definiu, como linhas principais de ação, o aumento da transparéncia, o fomento da participação dos acionistas e o apoio ao crescimento e competitividade das empresas que foram, de resto, também seguidos pela Proposta de Diretiva.

Em matéria de transações com partes relacionadas, esteve sempre presente, ao longo de todo o processo, o desígnio de estabelecer salvaguardas adequadas à proteção dos interesses dos acionistas, nomeadamente, minoritários. Até aqui, as regras em vigor na UE impunham às empresas apenas a obrigação de incluírem nas suas contas anuais uma referência às transações celebradas com partes relacionadas, indicando o montante, natureza da transação e outras informações pertinentes<sup>48</sup>. Estes deveres

<sup>47</sup> Livro Verde da Comissão Europeia, *O governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração*, COM/2010, 284 final, de 2 de junho de 2010 e Livro Verde da Comissão Europeia, *O quadro da UE do governo das sociedades*, COM(2011), 164 final, de 5 de abril de 2011.

<sup>48</sup> As sociedades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado, devem elaborar as suas contas em conformidade com as Normas Internacionais de Contabilidade [IAS 24, *Divulgações de Partes Relacionadas*, publicada pelo International Accounting Standards Board] que obrigam à divulgação de determinadas informações relativas às transações com partes relacionadas – cf. art. 4.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento e do Conselho, de 19 de julho de 2002 e Regulamento (UE) n.º 632/2010 da Comissão de 19 de julho de 2010, este último alterando o Regulamento (UE) n.º 1126/2008. No direito português, as sociedades emitentes de ações obrigadas a elaborar contas consolidadas devem ainda incluir, no relatório semestral, as informações previstas no art. 246.º/3/c) CVM e aqueles que não estejam obrigadas a elaborar tais contas deverão, no seu relatório semestral, incluir, no mínimo as informações previstas no art. 246.º/5/e) CVM. Indo mais longe, segundo a Recomendação I.5.1. do Código de Governo das Sociedades (IPCG) de 2018, o órgão de administração deverá definir, com parecer prévio e vinculativo do órgão de fiscalização quais as transações relacionadas que requerem aprovação prévia do órgão de administração e as que, por serem de valor mais elevado, requerem, ainda, parecer prévio favorável do órgão de fiscalização. Os referidos negócios deverão (pelo menos de 6 em 6 meses) ser comunicados ao órgão de fiscalização (Recomendação 1.5.2). Para as sociedades não cotadas, são aplicadas as Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS 8), também previstas nos supramencionados regulamentos.

de informação revelam-se, contudo, insuficientes, carecendo o regime de instrumentos *ex ante* adequados de forma a que os sócios minoritários se possam opor à celebração de negócios abusivos.

A Diretiva dos Direitos dos Acionistas é aplicável tão-só às sociedades que têm sede social num Estado-Membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-Membro (art. 1.º/1). Não se comprehende, contudo, que o âmbito de aplicação subjetivo seja tão reduzido, visto que a razão de ser que está na base da construção de um regime especial para transações com partes relacionadas tem igual aplicação nas restantes sociedades anónimas (e até mesmo nas sociedades por quotas), tanto mais que as sociedades de capital aberto com sócios controladores estão, tendencialmente, a transformar-se em sociedades de capital fechado, devido à crescente influência das OPAs obrigatórias e *freeze out* das minorias<sup>49</sup>. A Proposta de Lei (12/XIV) do diploma legislativo que irá transpor a Diretiva<sup>50</sup> propõe que a transposição da diretiva se faça através da alteração e aditamento do CVM (especialmente, arts. 249.º-A, B, C e D), pelo que será expectável que o legislador restrinja a aplicação deste regime tão-somente às sociedades abertas.

Contextualizada a introdução da Diretiva no regime da União Europeia, iremos agora proceder à sua análise crítica.

### 3.1. «Transações relevantes» com «partes relacionadas»

O art. 9.º-C da Nova Diretiva prevê um regime de transparência e de aprovação das transações com partes relacionadas, sem, todavia, esclarecer o que se deve entender por «transação com partes relacionadas».

Veja-se também o artigo 43.º, n.º 1, 7-B da Diretiva 2006/46/CE, de 14 de junho de 2006 que altera as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho, tendo sido transposta para o direito nacional através do Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de agosto, que aditou o art. 66.º-A (em particular, o n.º 2) e o art. 508-F.º/2 do CSC, impondo deveres de divulgação, no anexo às contas, de informações sobre partes relacionadas caso as respetivas sociedades não elaborem as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade adotadas nos termos acima descritos. Releva, ainda o art. 17.º, n.º 1, r) da Diretiva 2013/34/UE, que altera a Diretiva 2006/43/CE e revogou as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE – transposta pelo DL n.º 98/2015.

<sup>49</sup> TOBIAS H. TRÖGER, «Corporate groups», in *SAFE working paper series*, n.º 66, 2014, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2500101>, p. 27.

<sup>50</sup> Precedida de um Anteprojeto aprovado pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros em 28 de setembro de 2018, em muito semelhante à atual Proposta.

De facto, a solução de combate aos fenómenos de *tunneling* não passa por uma pura e simples proibição de todos os negócios com partes relacionadas. Para além de estes constituírem uma potencial mais-valia para a sociedade quando elaborados em condições justas (sendo mesmo, muitas vezes, a única alternativa viável, por exemplo, numa situação de crise em que nenhum investidor externo está disposto a negociar com a sociedade), o corte completo com este tipo de transações apenas teria sucesso se existisse um sistema de *enforcement* suficientemente eficaz, caso contrário, tal solução apenas faria com que as partes relacionadas procurassem outras formas equivalentes de expropriação da sociedade<sup>51</sup>. É essencial, por isso, que se estabeleçam concretas regras procedimentais aplicáveis a determinadas transações.

Prescreve o art. 2.º, al. h) (aditado pela Nova Diretiva) que o conceito de «parte relacionada» a seguir será aquele previsto nas Normas Internacionais de Contabilidade (IAS), adotadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>52</sup> – estando incluídos, portanto, os acionistas maioritários. Só assim se garantirá o

<sup>51</sup> Cf. LUCA ENRIQUES, «Related party transactions: policy options and real-world challenges (with a critique of the european comission proposal», in *ECGI working paper series in law*, working paper n.º 267/2014, October 2014, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2505188](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2505188), pp. 15-16. No mesmo sentido, ZOHAR GOSHEN, «The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality», in *California law review*, vol. 91, Issue 2, March 2003, pp. 401-402.

<sup>52</sup> O ponto 9 da IAS 24 considera parte relacionada «pessoa ou entidade relacionada com a entidade que está a preparar as suas demonstrações financeiras», admitindo-se enquanto tal uma pessoa ou membro íntimo da sua família (enquanto membros da família que se espera que possam influenciar ou ser influenciados pro essa pessoa nos seus negócios com a entidade, *v.g.*, filhos, cônjuge, filhos do cônjuge, etc.) se estiverem em causa uma das situações anunciamas em (a): «(i) tiver o controlo ou controlo conjunto da entidade relatora; (ii) tiver uma influência significativa sobre a entidade relatora; ou (iii) for membro do pessoal-chave da gerência da entidade relatora ou de uma empresa-mãe dessa entidade relatora» ou ainda se estiverem cumpridas qualquer uma das condições previstas em (b): «(i) a entidade e a entidade relatora são membros de um mesmo grupo (o que implica que as empresas-mãe, subsidiárias e subsidiárias colegas então relacionadas entre si); (2) uma entidade é associada ou constitui um empreendimento comum da outra entidade (ou é associada ou constitui um empreendimento comum de um membro de um grupo a que pertence a outra entidade); (iii) ambas as entidades são empreendimentos comuns da mesma parte terceira; (iv) uma entidade representa um empreendimento comum da entidade terceira e a outra sociedade é associada da entidade terceira; (v) a entidade é um plano de benefícios pós-emprego a favor dos empregados da entidade relatora ou de uma entidade relacionada com a entidade relatora. Se uma entidade relatora for ela própria um plano desse tipo, os empregados promotores são também relacionados com a entidade relatora; (vi) a entidade é controlada ou conjuntamente controlada por uma pessoa identificada na alínea s); (vii) uma pessoa identificada na alínea (a)(i) detém uma influência significativa sobre a entidade ou é membro do pessoal-chave da gerência da entidade (ou de uma empresa-mãe da entidade)».

controlo não só das transações com partes relacionadas *stricto sensu*, mas também daquelas em que a parte relacionada tenha interesse.

Já uma «transação relevante»<sup>53</sup> será aquela que os Estados Membros definirem enquanto tal, tomando em consideração «*a influência que as informações sobre a transação podem ter sobre as decisões económicas dos acionistas da sociedade* e o «*risco decorrente da transação para a sociedade e para os seus acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários*» (art. 9.º-C, n.º 2, a) e b)). Acrescenta o n.º 2 que devem os Estados-Membros estabelecer rácios quantitativos ou ter em conta a natureza da transação e a posição da parte relacionada<sup>54</sup>. Em Itália, o *Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni com parti correlate*<sup>55</sup> vem distinguir entre operações de menor relevância e operações de maior relevância, impondo-lhes requisitos diferentes. Serão de maior relevância as transações que, pelo menos relativamente a um dos índices apresentados no Anexo 3<sup>56</sup>, tenham um valor superior a 5% (cf. art. 3.º/1/b) e c) e art. 4.º/1/a)). No Reino Unido, onde a Diretiva foi também já incorporada, são igualmente utilizados diversos testes, sendo considerada «transação substancial» aquela que apresente um resultado final de 5% ou mais – cf. LR 7.3.6 e LR 7.3.7 do *Disclosure Guidance and Transparency Rules Sourcebook* (doravante *DTR*)<sup>57-58</sup>. Na transposição da diretiva levada a

<sup>53</sup> Transação esta que, na aceção da IAS 24, é uma «*transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade relatora e uma entidade relacionada, independentemente de haver ou não um débito do preço*» (ponto 9).

<sup>54</sup> A Proposta da Diretiva de 2014 divergia neste ponto, ao exigir o anúncio público (em regra, acompanhado de relatório elaborado por um terceiro independente) das transações com partes relacionadas que representassem *mais de 1% dos ativos da sociedade* e, ainda, para as transações que representassem *mais de 5% dos ativos da sociedade* ou que pudessem ter um impacto significativo nos lucros ou volume dos negócios, a aprovação da assembleia geral.

<sup>55</sup> Disponível em [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2010\\_17221.pdf/8726ec9d-df87-4b4e-8ebe-548e3a1381a8](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2010_17221.pdf/8726ec9d-df87-4b4e-8ebe-548e3a1381a8). Este regulamento, elaborado pela *Consob* em março de 2010, vem densificar o art. 2391-bis do *Codice Civile* aplicável a sociedades abertas ou com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. A transposição da Diretiva 2017/828, no que às transações com partes relacionadas diz respeito, foi materializada numa alteração ao supracitado art. 2931-bis do *Codice Civile*, que agora remete expressamente para a *Consob* a competência de elaborar as regras relativas à transparência e aprovação de transações com partes relacionadas, nos termos do art. 9.º-C da Diretiva 2007/36/CE com as alterações introduzidas pela Diretiva 2017/828.

<sup>56</sup> Índice de relevância do valor, índice de relevância do ativo ou índice de relevância do passivo.

<sup>57</sup> Disponível em <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>.

<sup>58</sup> O Anexo I do *DTR* consagra e explicita os seguintes *related party tests*: *the gross assets test*; *the profits test*; *the consideration test*; *the gross capital test*.

cabo pelo ordenamento alemão a 12 de dezembro de 2019 (através da ARUG II<sup>59</sup>), o valor referenciado para uma transação relevante é de 1,5 % do ativo consolidado da sociedade (aditamento do §111b ao *AktG*). A já referida Proposta de Lei 12/XIV e o Anteprojeto espanhol de transposição da Diretiva para a *Ley de Sociedades de Capital* (doravante, *LSC*)<sup>60</sup> não estabelecem qualquer critério para a consideração de uma transação como «relevante», definindo patamares apenas para efeitos de anúncio público das transações (fixado, em Portugal, nos 2.5% ou mais do ativo consolidado da sociedade, cf. art. 249.º-A, 1, e, em Espanha, nos 5% ou mais do património líquido ou nos 2,5% ou mais do valor anual de negócios, cf. art. 529 *univicies*, 1).

### 3.2. Aprovação da transação

A aprovação das transações relevantes, seja pela assembleia-geral, seja pelo órgão de administração (ou de supervisão)<sup>61</sup>, é considerada imprescindível no combate à exploração oportunista levada a cabo pelas partes relacionadas e à adequada proteção dos interesses da sociedade e restantes acionistas, em especial, minoritários (cf. art. 9.º-C, n.º 4). Os Estados-Membros podem ainda prever que, caso as transações tenham sido aprovadas pelo órgão de administração ou de supervisão, os acionistas tenham o direito de votar, sobre as mesmas, em assembleia geral.

O ordenamento italiano impõe, para as transações de maior relevância, a aprovação pelo conselho de administração ou, em alternativa, a adoção de um outro método de aprovação que garanta o papel decisivo de administradores independentes. Sendo certo que o negócio apenas poderá ser aprovado pelo conselho de administração em caso de parecer favorável do

<sup>59</sup> Disponível em [https://www.bmju.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/BGBL\\_ARUG\\_II.pdf;jsessionid=E8599C11D9D9D764D1CEFAB93D182E2C.1\\_cid289?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bmju.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/BGBL_ARUG_II.pdf;jsessionid=E8599C11D9D9D764D1CEFAB93D182E2C.1_cid289?__blob=publicationFile&v=1).

<sup>60</sup> Disponível em [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion\\_publica/audiencia/ficheros/ECO\\_TES\\_190524\\_AP\\_APL\\_fomento\\_implicacion\\_largo\\_accionistas.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf).

<sup>61</sup> A opção entre um ou outro órgão fica a cabo de cada Estado-Membro. Na Proposta da Diretiva, apenas se previa que as transações que representassem mais de 5% dos ativos da sociedade ficassem sujeitas a aprovação da assembleia geral. Isto gerou várias críticas, especialmente alemãs, por tal competência se tornar num elemento não sistematicamente enquadrado no direito alemão, que imputa aquelas atribuições ao *Aufsichtsrat* (entre nós, no modelo dualístico, ao conselho geral e de supervisão). Foi apresentado um documento à U.E. expondo todas as razões de discordância, tendo tal culminado na redação atual do art. 9.º-C, n.º 4. Cf. ANDREAS TARDE, «Die verschleierte Konzernrichtlinie», in *ZGR*, 2017, Band 46, Heft 3, p. 367-368.

comité independente, podem os estatutos da sociedade prever que, para as transações de maior relevância, a aprovação seja feita independentemente do aval do referido comité, se a assembleia geral o autorizar (art. 8.º, 1, c) do *Regolamento*). A aprovação prévia das transações relevantes pelo conselho de administração (ou conselho de administração executivo) foi também a regra adotada na Proposta de Lei português (art. 249.º-A, 2) e na legislação britânica (LR 7.3.8 do *DTR*). Diferentemente, o legislador alemão optou pela aprovação das transações pelo conselho geral e de supervisão. Caso o conselho geral e de supervisão se recuse a aprovar, pode o conselho de administração executivo suscitar à assembleia geral uma votação para a conclusão do negócio (§111b, (1) e (4) aditado ao *AktG.*). Já o ordenamento espanhol indica a assembleia geral como órgão competente para aprovar as transações cuja aprovação seja, por lei, reservada da sua competência; quando assim não seja, caberá ao conselho de administração essa função (cf. art. 529 *duovicies*, 1 e 2 do LSC, proposto pelo Anteprojeto).

Apesar de a Proposta de Lei nacional prever a aprovação de transações com partes relacionadas exclusivamente pelo conselho de administração e sem a exigência de quaisquer rácios quantitativos<sup>62</sup>, parece-nos que a solução mais adequada passaria por distinguir duas tipologias de transações. Desta feita, correspondendo o negócio a, pelo menos, 2,5% do capital social da sociedade, seria sujeito a anúncio público, acompanhado do relatório previsto no n.º 3 do art. 9.º.-C e ainda à aprovação pelo conselho de administração. Caso a transação chegasse aos 5% do capital social, então seria exigido, para além do anúncio público e do relatório elaborado pelo órgão de fiscalização, a aprovação pela assembleia geral<sup>63</sup>.

Um outro requisito imposto pela supramencionada norma, e que reveste especial importância, é a não participação na aprovação ou na votação do administrador ou acionista que tenha tido envolvimento numa

<sup>62</sup> O diploma apenas estabelece, no art. 249.º-B, um patamar de 2,5% dos ativos consolidados da sociedade (ou do ativo individual, caso não prepare as contas consolidadas) para efeitos de divulgação pública da transação (cf. infra, ponto 3.4.), não sujeitando – tal qual o regime constante no art. 397.º, 2 do CSC, aplicável aos negócios celebrados entre a sociedade e os seus administradores – a sua aprovação ou a obrigatoriedade de relatório prévio a quaisquer requisitos adicionais. No entanto, – e em linha com o que tem vindo a ser posição adotada pelos restantes ordenamentos – tendemos a considerar mais razoável sujeitar todo o procedimento a critérios de relevância societária pré-estabelecidos.

<sup>63</sup> COUTINHO DE ABREU havia já previsto regras bastante semelhantes em «Negócios entre a sociedade...», cit., p. 25.

transação com uma parte relacionada<sup>64</sup>. Tem-se questionado, quanto a este último aspeto, se se deverá permitir ao acionista ou ao administrador participar e votar na deliberação para a aprovação de um negócio a celebrar, por exemplo, com um seu cônjuge. Com efeito, atendendo ao elemento literal, a expressão «envolver um administrador ou uma acionista» não nos parece permitir alargar tal exclusão de voto ao acionista de onde advém, indiretamente, a qualificação da parte relacionada como tal. No entanto, seguindo a aceção de «parte relacionada» descrita na IAS 24, ponto 9, impõe-se uma interpretação teleológica e sistemática que nos impele a afastar da votação o sócio ou o administrador que, potencialmente, possam exercer uma influência sobre a parte relacionada<sup>65</sup>.

Sempre que, num período de 12 meses ou durante o mesmo exercício, a sociedade realize vários negócios com uma mesma parte relacionada, sem que, todavia, alguma delas atinja os limiares dos n.ºs 2, 3 e 4 do art. 9.º-C, estabelece o n.º 8 desta mesma norma que tais transações se agreguem, de forma a que tais valores sejam preenchidos e as correspondentes normas aplicadas. Esta estatuição pode, contudo, ficar aquém do objetivo pretendido: se o tal limiar de referência for atingido, por exemplo, numa terceira transação, já não será possível anunciar publicamente – até ao momento em que foram realizadas – os anteriores negócios, nem os fazer aprovar em assembleia geral, ou pelo órgão de administração ou de supervisão. Estes pressupostos poderão ser preenchidos tão-só relativamente à terceira transação<sup>66</sup>. Não obstante, o legislador inglês (LR 7.2.13) deixou claro que cada uma das transações cujos valores agregadores perfäçam os limiares exigidos terá que cumprir os requisitos previstos anteriormente<sup>67</sup>.

Qualquer uma das exigências previstas nos n.ºs 2, 3 e 4 não terão aplicação caso as transações em causa sejam realizadas no quadro de uma atividade corrente e celebradas em condições normais de mercado, por

<sup>64</sup> Ainda que se deixe espaço de manobra aos Estados-Membros para que, caso consigam assegurar garantias adequadas a proteger os interesses da sociedade e restantes acionistas, afastem esta imposição – não me parece que seja uma prerrogativa a ser seguida pelo legislador nacional que, de resto, não foi prevista na Proposta.

<sup>65</sup> Neste sentido, KRISTINN MÁR REYNINSSON, «Related party transactions: analysis of proposed Art. 9c of shareholders' rights directive», in *University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, Research Paper Series*, No. 2016-27, pp. 181-182.

<sup>66</sup> Assim, J. M. COUTINHO DE ABREU em «Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II», in *Direito das sociedades em revista*, ano 10, vol. 19 (2018), pp. 21-22.

<sup>67</sup> Prescreve assim: «If any percentage ratio is 5% or more for the aggregated transactions or arrangements, the issuer must comply with DTR 7.3.8R in respect of each of the aggregated transactions or arrangements».

força da aplicação do n.º 5 do art. 9.º-C, sem prejuízo de diferente orientação imposta pelos Estados-Membros às sociedades. Para estas, deverá a sociedade definir um procedimento interno, por forma a avaliar periodicamente se estas condições são cumpridas<sup>68</sup>. Quanto a este ponto, tanto as leis italiana (art.13.º, 3, c) do *Regolamento* e alemã (§111a, (2) *AktG.*), como o Anteprojeto espanhol (art. 529 *tercieries*, 1)) e a Proposta de Lei portuguesa consagram esta exclusão. Em particular, a Proposta portuguesa faz referência a este tópico no seu art. 249.º-A, 1, aludindo ainda à necessidade de elaboração de um procedimento interno onde, periodicamente, o conselho de administração (ou conselho de administração executivo) possa, após parecer vinculativo do órgão de fiscalização, verificar as condições em que são efetuadas tais transações.

### 3.3. Relatório Prévio

O n.º 3 possibilita ainda que os Estados-Membros possam exigir que o referido anúncio seja acompanhado de um relatório que avalie se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, nomeadamente minoritários, explicando os pressupostos nos quais se baseou e os métodos utilizados. Tal relatório

<sup>68</sup> No ordenamento francês, são também excluídas as *conventions* respeitantes às operações correntes e concluídas segundo as condições normais de mercado (L. 225-39 do *Code de Commerce*). Tem sido levantada pela doutrina a questão de saber a quem cabe a apreciação do caráter corrente e das condições normais pelas quais foi concluída determinada operação. Diríamos, numa primeira apreciação, que serão a parte interessada e o presidente do conselho de administração a desempenhar tal papel, determinando, eles mesmos, a submissão ou não da transação a deliberação do órgão de administração. A Cour d'appel de Paris de 24 de julho de 1986 (*Bull. Joly* 1986, p. 760) veio já decidir que, perante uma ação judicial que tenha em vista a declaração de nulidade de um negócio celebrado entre a sociedade e o administrador, e não autorizada pelo órgão de administração, o ônus de provar que aquele acordo não tinha sido celebrado em condições normais de mercado cabe ao autor e, como tal, presume-se que a transação foi realizada naquelas condições. DOMINIQUE SCHMIDT insurge-se contra este entendimento, vindo propor uma alteração legislativa assente em alguns pontos: ambas as partes deveriam informar os *commissaires aux comptes* acerca da existência de uma transação, assim como proceder a uma avaliação da existência de consequências potencialmente danosas; os *commissaires* teriam de elaborar um relatório especial, a ser entregue à assembleia geral, dando conta da avaliação feita pelas partes interessadas; caso não cumpram estes requisitos com intenção dissimuladora, aqueles estariam sujeitos a responsabilidade contraordenacional, cujo montante corresponderia, pelo menos, ao montante dos danos causados pela transação à sociedade, sem prejuízo de eventual responsabilidade civil. Cf. DOMINIQUE SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, Joly Éditions, 2004, pp. 117-118 e 129.

poderá ser elaborado por um terceiro independente, pelo órgão de administração ou de supervisão (caso exista) ou pelo comité de auditoria ou qualquer outro comité composto por administradores independentes.

Consideramos que, tendo este relatório como principal propósito fiscalizar a integridade de uma transação a realizar entre uma parte relacionada (*v.g.*, um administrador ou um sócio) e a sociedade (sociedade, esta, que estará representada por um administrador), não será adequado que quem produza tal relatório seja o órgão de administração. Ainda que se assegure a não participação da parte relacionada na elaboração do mesmo e ainda que os restantes administradores estejam vinculados por um dever de lealdade para com a sociedade, a verdade é que o diploma não impõe requisitos adicionais de forma a assegurar uma verdadeira independência, nem tão-pouco um regime de responsabilidade civil pelo conteúdo do relatório<sup>69</sup>. E o mesmo se diga quanto à intervenção de um terceiro independente que, para além de não ver recair sobre si qualquer esquema garantístico que assegure a qualidade e a veracidade do seu parecer, ainda implica, para a sociedade, o suporte de custos bastante significativos<sup>70</sup>. Relativamente à figura do administrador independente, cabe referir que esta apenas tem intervenção, no horizonte português, nas sociedades com estrutura organizatória monística, quando façam parte da comissão de auditoria (art. 423.º-B/4, n.ºs 4 e 5 CSC).<sup>71</sup> Estes administradores inde-

<sup>69</sup> Neste sentido, ANTÓNIO GARCIA ROLO, «As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição», in *Revista de direito das sociedades*, IX (2017), 3, p. 578. A proposta da Diretiva de 2014 previa, como única possibilidade, a elaboração do relatório por um terceiro independente.

<sup>70</sup> Veja-se, quanto a este ponto, a avaliação de impacto referida na exposição de motivos da Proposta da Diretiva (de 2014), p. 10.

<sup>71</sup> Para que um administrador seja considerado independente, o n.º 5 do art. 414.º (aplicável por força do art. 423.º-B/4) exige que se trate de pessoa não associada a «qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão», nomeadamente se for «titular ou atuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade» ou se tiver sido «reeleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada». A norma não é clara ao esclarecer quais os «grupos de interesse» a ter em conta, porque, se por um lado não é relevante a ligação existente com *stakeholders*, por outro, os grupos de administradores executivos e grupos de acionistas encontram-se já abrangidos pela alínea a) do art. 414.º/5. Ademais, o administrador deve sempre atuar em nome e por conta de sociedade, e não em nome ou por conta de acionistas, para além de que o rácio da titularidade de 2% das ações para qualificar um administrador como não independente se afigura excessiva numa estrutura capitalística de concentração acionista, como é a portuguesa. Relativamente à alínea b), a interpretação correta a fazer será a de que será considerado não independente quem exerceu funções de administrador por mais de doze anos (atendendo ao período de quatro anos de cada mandato). Cf., J. M.

pendentes estão, parece-nos, em boa posição para fiscalizar a atuação dos administradores executivos e elaborar relatórios que atestem a imparcialidade dos negócios a celebrar com partes relacionadas, prevenindo, desse modo, potenciais conflitos de interesse.

As soluções apresentadas pelas ordens internas são diversificadas. Tanto o *DTR* do Reino Unido, como o *ARUG II* alemão não preveem a obrigatoriedade de submeter as transações a relatório prévio. Em Itália, exige-se, para as operações de menor relevância, um parecer que ateste a conveniência e justeza do negócio, a ser elaborado por um comité especializado composto por administradores não executivos, maioritariamente independentes (art. 7.º, 1, a) do *Regolamento*). Já para as transações de maior relevância, prevê-se a participação de um comité composto exclusivamente por administradores independentes na fase de negociação e preparação da operação, sendo certo que a aprovação do negócio pelo órgão de administração será apenas possível em caso de parecer favorável de tal comité (art. 8.º, 1,b) e c) do *Regolamento*)<sup>72</sup>. O ordenamento espanhol parece preferir a intervenção de um terceiro independente que ateste a justeza e razoabilidade do negócio (art. 529 univicies, 4) do Anteprojeto), enquanto que a Proposta de Lei portuguesa opta pela obrigatoriedade de parecer do órgão de fiscalização (art. 249.º-A, 2)<sup>73</sup>. A opção portuguesa de incumbir, seja ao conselho fiscal (estrutura tradicional), seja à comissão de auditoria (estrutura monística), seja ao conselho geral e de supervisão (estrutura dualística), a elaboração de um relatório parece-nos acertada. E isto, quer por lhes caber a vigilância do cumprimento das regras de administração empresarial e da eficácia económica da sociedade, quer por se exigir, quando inseridos em sociedades cotadas, que os seus membros sejam maioritariamente independentes<sup>74</sup>, quer ainda por qualquer um deles poder apenas ser destituído por justa causa<sup>75</sup>.

COUTINHO DE ABREU, «Corporate governance em Portugal», in *Miscelâneas Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho*, N.º 6, Abril 2010, pp. 20-22. Concretizando estas exigências de independência relativamente às sociedades cotadas, veja-se ainda o Código de Governo das Sociedades (IPCG) 2018, Recomendação III.4.

<sup>72</sup> Caso os estatutos prevejam, em alternativa, a aprovação da transação pela assembleia geral, então é dispensado o sentido favorável do comité independente (art. 8.º, n.º 2).

<sup>73</sup> Concordando com o caráter obrigatório a dar ao relatório, veja-se COUTINHO DE ABREU, «Remunerações dos administradores e transações...», cit., p. 20.

<sup>74</sup> V. art. 414.º/4, 5 e 6 (para o modelo tradicional), art. 434.º/4 (para o modelo dualístico) e art. 423.º-B/4 e 5 (para o modelo monístico).

<sup>75</sup> V. art. 419.º para o conselho fiscal e art. 423.º-A para a comissão de auditoria; já relativamente aos membros do conselho geral e de supervisão, ainda que a lei seja omissão neste ponto, há que se aplicar analogicamente o regime daquelas normas, cf. COUTINHO DE ABREU, «Corporate governance em Portugal», cit., p. 26.

Por outro lado, o legislador não esclarece se este relatório é ou não vinculativo, isto é, se pode ou não haver aprovação pelo órgão de administração contra prévio parecer negativo do órgão de fiscalização. Atendendo ao conteúdo no n.º 2 do art. 249.º-B da Proposta, cuja alínea e) obriga à divulgação «*(d)o sentido do parecer do órgão de fiscalização da sociedade emitente de ações admitida à negociação em mercado regulamentado, sempre que este tenha sido negativo*», parece-nos mais adequado concluir pela não vinculatividade do referido parecer. Se é imposta esta exigência legal acrescida sempre que o órgão fiscalizador tenha dado sinal vermelho quanto à realização da transação, então o órgão de administração poderá, ainda assim, pronunciar-se favoravelmente em relação à mesma.

### 3.4. Dever de publicidade

Os deveres de informação desempenham um papel fundamental na limitação dos benefícios privados de controlo, quer pelo efeito sancionatório que podem ter no mercado de capitais (a informação divulgada terá influência no preço das ações) e no mercado de trabalho (a informação divulgada terá reflexos na reputação profissional dos administradores), quer ainda pelo efeito dissuasor que exercem perante os acionistas controladores, que sujeitos ao escrutínio dos sócios minoritários e credores informados, veem-se incentivados ao cumprimento dos seus deveres para com a sociedade<sup>76</sup>.

O n.º 2 do art. 9.º-C impõe que a sociedade anuncie publicamente as transações relevantes, o mais tarde no momento em que forem realizadas. O conteúdo do anúncio deve abranger, pelo menos, informações sobre a natureza da relação com as partes relacionadas, o nome destas, a data e valor da transação, e outras informações relevantes para avaliar a justeza e a razoabilidade da transação do ponto de vista da sociedade e acionistas não envolvidos na relação, em especial, acionistas minoritários. Tal divulgação pode ser feita, por exemplo, através de um sítio web da sociedade ou por outros meios facilmente acessíveis (considerando [44]). A Proposta de Lei portuguesa exige a divulgação pública, até ao momento em que forem realizadas, das transações de valor igual ou superior a 2.5% do ativo

<sup>76</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei N.ºs 158/2009 e 185/2009», in *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, n.º 33, agosto de 2009, pp.105-106, 111.

consolidado da sociedade ou do ativo individual caso não prepare contas consolidadas (art. 249.º-A, 3 e art. 249.º-B, 1)<sup>77</sup>.

### 3.5. Isenções

É permitido aos Estados-Membros, em consonância com o disposto no n.º 6 do art. 9.º-C e nos casos aí referidos, isentar ou autorizar as sociedades a isentar os requisitos dos n.ºs 2, 3 ou 4, analisados *supra*.

A primeira situação em que podem ser excluídas as regras que temos vindo a referir consubstancia-se nas transações realizadas entre a sociedade e as suas filiais (al a)), desde que totalmente detidas pela sociedade, que nenhuma outra parte relacionada tenha interesses na filial, ou que o direito nacional preveja, nessas transações, uma proteção adequada aos interesses da sociedade, da filial e dos restantes acionistas, incluindo minoritários.

Se estivermos perante uma sociedade totalmente dominante, inexistirá, à partida, um conflito de interesses: caso a transação seja favorável para esta última, mas desfavorável à sua filial, os interesses daquela e dos seus acionistas não são postos em causa; caso a transação seja prejudicial à sociedade dominante, mas favorável à sociedade filial, há que ter em consideração o facto de aquela deter a 100% as participações desta última, pelo que todos os lucros da sociedade-filha refletir-se-ão sempre num ganho indireto da sociedade-mãe<sup>78</sup>. O que não parece ter sido tomado em conta pelo legislador europeu é a existência de um *tunneling* indireto praticado pelos sócios controladores da sociedade dominante e que requer que os interesses dos sócios minoritários sejam tidos em consideração, através da votação da transação em assembleia geral. Num primeiro momento, aqueles sócios controladores induzem a administração da sociedade a celebrar um negócio através do qual possam transferir ativos relevantes para a filial; de seguida, aqueles sócios controladores exercem a sua influência sobre a administração dessa filial de forma a poder transferir os referidos benefícios para a sua esfera privada<sup>79</sup>. Ainda que a Diretiva tenha, no art. 9.º-C, n.º 7, imposto aos Estados-Membros a obri-

<sup>77</sup> Terão de constar, para além dos aspetos exigidos pela Diretiva, o sentido do parecer do órgão de fiscalização, sempre que este tenha sido negativo (art. 249.º-B, 2).

<sup>78</sup> HOLGER FLEISCHER, «Related party transactions bei börsennotierten Gesellschaften: deutsches Aktien (Konzern)recht und europäische Reformvorschläge», in BB 45/2014, p. 2700, *apud* COUTINHO DE ABREU, «Remunerações dos administradores e transações...», cit., pp. 22-23.

<sup>79</sup> TOBIAS H. TRÖGER, «Corporate groups», cit., p. 28.

gação de as sociedades dominantes assegurarem um dever de anunciar as transações relevantes celebradas entre as partes relacionadas da sociedade e uma sua filial, podendo os Estados-Membros prever que tal anúncio seja acompanhado de relatório que avalia a *fairness* dessa transação<sup>80</sup>, a verdade é que, também nestas situações se justificaria uma aprovação da transação pela assembleia geral ou órgão de administração ou de supervisão da sociedade filha<sup>81</sup>. Caso estejamos perante uma transação realizada entre uma sociedade e uma sua filial pluripessoal, mas em que nenhuma outra parte relacionada da sociedade tenha interesses na filial (ou seja, em que nesta não participe nenhum administrador, sócio dominante, etc.), não existe prejuízo para a situação patrimonial dos acionistas minoritários da sociedade-mãe. Contudo, a Diretiva, ainda que vise primordialmente a proteção dos sócios minoritários, assegura também os interesses da sociedade; logo, uma transferência deste género pode perfeitamente prejudicar a sociedade controladora e, indiretamente, todos os seus acionistas<sup>82</sup>. A alínea a) isenta ainda os casos em que o direito nacional prevê uma proteção adequada dos interesses da sociedade, da filial e dos restantes acionistas, ou seja, se se consagra um «direito dos grupos», como sucede no CSC, no seu Título VI. Todavia, este tipo de regulação legislativa tem em vista, em primeira linha, a proteção dos sócios minoritários das sociedades controladas e seus credores, e não tanto os sócios minoritários das sociedades controladoras, como sucede no art. 9.º-C. Deste modo, duvida-se que esta seja uma exceção com fundamento para ser consagrada<sup>83</sup>.

Em segundo lugar, prevê a alínea b) que podem ser isentados deste regime «os tipos claramente definidos de transações que o direito nacional exige que sejam aprovados pela assembleia-geral, desde que o tratamento equitativo de todos os acionistas e os interesses da sociedade e dos acionistas que sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários, sejam especificamente previstos e adequadamente protegidos, por essas disposições jurídicas».

<sup>80</sup> Algo que não tinha sido acautelado pela Proposta de 2014.

<sup>81</sup> Não nos parece razoável que tal aprovação devesse caber à sociedade mãe que, em bom rigor, nem sequer é parte do negócio. De todo o modo, será sempre aquela a dominar a totalidade das participações sociais da sociedade filha.

<sup>82</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU, «Remunerações dos administradores e transações...», cit., 23-24.

<sup>83</sup> Repare-se que a razoabilidade e justiça de cada negócio vai sendo avaliada exclusivamente do ponto de vista da sociedade e dos acionistas minoritários. Isto é, ainda que a Diretiva isente determinados grupos societários da observância dos requisitos exigidos nos n.ºs 2, 3 e 4 do art. 9.º-C, nunca dispensa as partes do cumprimento dessas obrigações invocando um qualquer «interesse de grupo» que o justifique, o que, de certa forma, vai ao encontro do supramencionado em 1.1., em especial, nota 20.

Em terceiro lugar, a alínea c) exclui as transações relativas à remuneração, ou certos elementos dela, dos administradores, atribuída nos termos do art. 9.º-A. Também aqui é assegurado o direito de voto aos acionistas.

A alínea d) refere-se às transações realizadas por instituições de crédito com base em medidas que visem garantir a sua estabilidade que, sendo tomadas pela autoridade competente, não carecem da proteção do regime do art. 9.º-C.

Por último, são isentas as transações propostas a todos os acionistas nos mesmo termos, sendo assegurada a igualdade de tratamento de todos e a proteção dos interesses da sociedade (al. e))<sup>84</sup>.

No panorama nacional, a Proposta de Lei portuguesa propõe a adoção das isenções previstas na primeira parte da alínea a), alínea c), alínea d) e alínea e) (cf. art. 249.º-C, a), b), c) e d))<sup>85</sup>.

### 3.6. Sanções aplicáveis

Caso não sejam respeitadas as normas nacionais impostas de acordo com o art. 9.º-C, determina o art. 14.º-B da Diretiva que os Estados-Membros estabeleçam um regime de medidas e de sanções aplicáveis<sup>86</sup>. Perante uma transação que não foi antecedida de anúncio público e, se

<sup>84</sup> Por exemplo, a emissão de obrigações (arts. 363.º, n.º 2 e 367.º) ou os aumentos de capital social (art. 458.º).

<sup>85</sup> Lá fora, as opções variam. A primeira isenção prevista na alínea a) do n.º 6 do art. 9.º-C (respeitante aos regimes de domínio total) encontra-se adotada no Reino Unido (LR 7.3.5, 1, a) do *DTR*, na Alemanha (§111a, (3), 1 do *AktG*) e em Espanha (art. 529 *tercieries*, n.º 2, b) do *Anteprojeto*), enquanto a segunda (situações em que nenhuma outra parte relacionada tenha interesse na filial) está apenas consagrada no Reino Unido (LR 7.3.5, 1, b) do *DTR* e na Alemanha (§111<sup>a</sup>, (3), 1 do *AktG*). Já isenção prevista na alínea b) (transações especificamente aprovadas em assembleia geral) encontra previsão legal no art. 3.º, 3, a) do *Regolamento italiano*, no §111a, (3), 2 e 3 do *AktG* alemão e, ainda, no art. 529 *tercieries*, n.º 2, c) do *Anteprojeto espanhol*. Por sua vez, a alínea c) (transações relativas a remunerações) foi transposta para o ordenamento italiano (art. 3.º, 3, a) do *Regolamento*), para o ordenamento espanhol (art. 529 *tercieries*, n.º 2, a) do *Anteprojeto*), para o ordenamento alemão (§111a, (3), 5 do *AktG*) e para o ordenamento britânico (LR 7.3.5, 2 do *DTR*). A isenção fundamentada na alínea d) (casos especiais de transações aprovadas por instituições de crédito) está prevista em Itália (art. 3.º, 4 do *Regolamento*), na Alemanha (§111a, (3), 5 do *AktG*) e em Espanha (art. 529 *tercieries*, n.º 2, e) do *Anteprojeto*). Por fim, a alínea e) (que respeita às transações propostas nos mesmos termos a todos os acionistas) é isentada no Reino Unido (LR 7.3.5, 2 do *DTR*) e na Alemanha (§111a, (3), 6 do *AktG*).

<sup>86</sup> A Proposta de Lei portuguesa não fornece sanções específicas para o incumprimento das regras descritas. Propõe apenas, no aditado art. 390.º do CVM, que a realização,

obrigatório, de relatório de avaliação, os administradores faltosos deverão ver recair sobre si a sanção de responsabilidade civil e contraordenacional. Se, por outro lado, o que está em falta é a prévia aprovação pela assembleia geral ou órgão de administração ou de supervisão (consoante o que for definido), o negócio celebrado deverá ser tido como ineficaz. Esta parece ser a solução mais coerente com o regime previsto no art. 409.º, 1 do CSC que, ao vincular a sociedade perante terceiros quanto aos atos praticados pelos seus administradores, em nome dela e dentro dos poderes que a lei lhes confere, impõe, *a contrario*, que todos os atos praticados pelos administradores, em nome da sociedade mas fora dos poderes que a lei lhes conferem, não a vincula perante outros sujeitos. Deste modo, sempre que o legislador exija, para a celebração de determinados negócios, a intervenção prévia de um outro órgão, o ato posteriormente praticado sem a referida intervenção será, certamente, ineficaz. Atente-se, ainda, que a eventual boa fé de terceiros estabelecida no art. 61.º, 2 não releva neste âmbito, porquanto o desconhecimento legítimo de terceiros aí tutelado não ocorre numa situação em que, pura e simplesmente, a deliberação não teve lugar<sup>87</sup> – uma vez consagrada esta obrigatoriedade legal de realização de assembleia geral para o efeito, *ignorantia legis neminem excusat*. Solução idêntica é a estabelecida no n.º 5 do art. 29.º, segundo a qual, faltando a aprovação pela assembleia geral dos contratos que visem aquisições de bens pela sociedade anónima a acionistas (atendendo a determinados requisitos), tais aquisições serão ineficazes<sup>88</sup>. Para além disto, admite-se a possibilidade de os administradores incumpridores serem responsabilizados civilmente em caso de prejuízo para a sociedade (art. 72.º/1) e/ou destituídos com justa causa, por violação dos seus deveres de cuidado e de lealdade (art. 64.º). Na mesma linha, podem os sócios controladores ser solidariamente responsáveis, face ao disposto no art. 83.º, n.º 4.

por parte da sociedade, de transações com partes relacionadas não permitidas ou em condições não permitidas constitua uma contraordenação muito grave.

<sup>87</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Os poderes de representação...», cit., pp. 178-186.

<sup>88</sup> COUTINHO DE ABREU parece, também, preferir este caminho, não excluindo, todavia, a possibilidade de tais negócios serem considerados nulos, sanção já aplicada pelo art. 397.º, 2 respeitante às transações celebrados entre a sociedade e os seus administradores – cf. «Remunerações dos administradores e transações...», cit., pp. 25-25. Todavia, uma vez que em causa não está a transferência dos poderes de representação para um órgão distinto e, por isso, não estamos perante uma violação da norma que procede à repartição de poderes entre os diversos órgãos sociais, tendemos a pender para solução da ineficácia dos negócios.

## Conclusão

Das considerações tecidas, resulta uma clara preocupação quanto ao conflito de interesses inerente aos negócios celebrados entre a sociedade e seus sócios controladores. Compreendemos que os benefícios privados de controlo podem frequentemente surgir em sistemas de *corporate governance* que – tal como o nosso – são marcados por uma concentração acionista. A solução para o problema – até então omissa no ordenamento jurídico português – chegou somente em virtude dos ventos europeus, que parecem soprar na direção (tendencialmente) certa, impondo, por via da Diretiva 2017/828 (UE), uma série de requisitos substanciais de proteção dos interesses da sociedade e dos sócios minoritários. Ainda que, em geral, tenhamos de reconhecer mérito ao regime introduzido pela Proposta de Lei 12/XIV, a verdade é que a circunscrição da sua aplicabilidade exclusivamente a sociedades cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado acaba por ser francamente redutor, sobretudo se tivermos em consideração que a esmagadora maioria das sociedades anónimas portuguesas continua a preferir manter o seu capital fechado.

**RESUMO:** No presente artigo propomos-nos estudar as diferentes modalidades de amortização de ações previstas nos artigos 346.º e 347.º do CSC, em particular os principais requisitos e efeitos de cada uma delas.

**Palavras-chave:** amortização, ações, sociedade anónima.

**ABSTRACT:** This paper aims to analyze the different types of amortization of shares provided for in articles 346 and 347 of the Portuguese Companies Code, in particular the main requirements and consequences of each of them.

**Keywords:** amortization of shares, shares, public limited liability company.

JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA\*

## Amortização de ações\*\*

### I. Introdução

O Código das Sociedades Comerciais («CSC») regula a amortização de participações sociais em termos materialmente diferentes conforme esta tenha por objeto quotas ou ações<sup>1</sup> (artigos 232.º a 238.º, quanto à amortização de quotas e artigos 346.º e 347.º quanto à amortização de ações).

O presente artigo tem por objeto exclusivo de estudo o regime legal aplicável à amortização de ações de sociedades anónimas fechadas, traçando-se, porém, os paralelismos com o regime da amortização de quotas sempre que tal se revele conveniente para o estudo da amortização de ações, dado que aquele é regulado de forma bastante mais detalhada no nosso ordenamento jurídico, justificando-se, não raras vezes, como veremos, a aplicação analógica de algumas disposições expressamente previstas para a amortização de quotas mas relativamente às quais, no que concerne à amortização de ações, nada é dito pelo legislador.

O CSC não contém nenhuma noção ou definição de amortização de ações. Esta pode, em termos latos, ser definida como a extinção ou modi-

\* Advogada (Associada, Cuatrecasas)

\*\* Texto submetido a revisão por pares (*peer review*).

<sup>1</sup> No sentido de participação social. Sobre a polissemia do termo «ação» e suas modalidades, cf. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS E MARIA ELISABETE RAMOS, «As Participações Sociais», *Estudos de Direito das Sociedades* (Coord. COUTINHO DE ABREU), 11.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 116-123.

ficação<sup>2</sup> dos direitos inerentes às ações, sem que ocorra a dissolução ou extinção da sociedade, que subsiste após a amortização<sup>3</sup>.

Por outro lado, o CSC não consagra um regime único e homogéneo para a amortização de ações, antes prevendo duas modalidades, bastante diferentes entre si nos seus requisitos e efeitos: a amortização de ações sem redução de capital, prevista e regulada no artigo 346.º, e a amortização de ações com redução de capital, prevista e regulada no artigo 347.º. Propomo-nos analisar de seguida, de forma não exaustiva, os principais requisitos e efeitos de cada uma das modalidades de amortização de ações referidas.

## II. Amortização de ações sem redução de capital

### a. Modalidades e efeitos

Resulta com meridiana clareza da própria epígrafe do artigo 346.º e é confirmado pelo n.º 2 do artigo 346.º do CSC que a amortização de ações sem redução de capital<sup>4</sup>, também denominada por «amortização-reembolso»<sup>5</sup> ou «amortização imprópria», ao contrário da modalidade prevista no artigo 347.º do CSC, não acarreta a redução do capital social nem implica a extinção das ações amortizadas, tendo antes por consequência, por um lado, o nascimento na esfera jurídica do acionista de um direito de crédito ao reembolso da totalidade ou de parte do valor nominal (e não do valor total investido pelo acionista, como sucederá por exemplo se as ações tiverem sido subscritas com ágio)<sup>6</sup> de cada ação

<sup>2</sup> À diferença do que sucede na amortização de quotas, que envolve sempre a extinção da quota e dos direitos a ela inerentes.

<sup>3</sup> Neste sentido, BRITO CORREIA, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, 2.º Volume, Associação Académica de Lisboa, Lisboa, 1989, p. 441.

<sup>4</sup> Sobre a origem histórica, natureza jurídica da amortização-reembolso e distinção de figuras afins, cf., entre outros, BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, pp. 436-443, CAROLINA CUNHA, «Artigo 346», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 743-744 e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina, Coimbra, 1992, p. 490-495.

<sup>5</sup> A expressão é de COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Vol. II, 6.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2019, p. 392.

<sup>6</sup> Rejeitando a possibilidade de existir um pagamento superior ao valor nominal das ações, designadamente pelo seu valor contabilístico ou real, cf. TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (Coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO), Almedina, Coimbra, 2009, p. 840.

amortizada<sup>7</sup>, conforme a amortização seja total ou parcial, respetivamente e, por outro lado e em contrapartida por não correrem já o risco do investimento, a modificação dos direitos patrimoniais inerentes às ações amortizadas, sendo que, em caso de amortização total, i.e., se o acionista for reembolsado da totalidade do valor nominal das ações amortizadas, se verifica a transformação das mesmas em ações de fruição (artigo 346.º, n.º 5 CSC)<sup>8</sup>.

No que concerne à referida modificação dos direitos inerentes às ações amortizadas, é mister salientar que apenas o direito a quinhoar nos lucros e a participar no saldo da liquidação são modificados, mantendo-se os demais direitos, designadamente os de natureza não patrimonial e de administração, intactos<sup>9</sup>.

Assim, depois de reembolsado o valor nominal das ações amortizadas (e não por mero efeito da deliberação), os titulares de ações de fruição passam a ter um «direito “diferido” a participar nos lucros de exercício»<sup>10</sup>, na medida em que apenas quinhoam nos lucros de exercício depois de deles ser retirado um dividendo prioritário, destinado aos acionistas de capital<sup>11</sup>, cujo «máximo é fixado no contrato de sociedade ou, na falta de estipulação, é igual à taxa de juro legal».

<sup>7</sup> CAROLINA CUNHA, «Artigo 346», p. 746, e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 487.

<sup>8</sup> As ações de fruição constituem, como refere PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 7.ª Edição, 2019, pp. 472-473 e 541, o exemplo paradigmático das ações diminuídas, na medida em que conferem aos seus titulares menos direitos do que aqueles de que gozam os acionistas titulares de ações ordinárias, devendo esse facto constar do título ou do registo das ações. No mesmo sentido, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 225. A designação destas ações como sendo de “fruição”, diz ANTÓNIO TAVARES DE CARVALHO, «Amortização de Acções», *O Direito*, ano 56, n.º 8, 9 e 10, Lisboa, 1924, p. 115, artigo em que se debruça sobre a admissibilidade da amortização de ações antes da sua expressa previsão no CSC, resultará da tradução da denominação francesa de ações de “*jouissance*”, também conhecidas por ações de “*dividende*”.

<sup>9</sup> Neste sentido, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, 3.ª Edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, p. 394, BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 448, CAROLINA CUNHA, «Artigo 346», p. 748, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 225, JOÃO LABAREDA, *Das Ações das Sociedades Anónimas*, Lisboa, Associação Académica de Lisboa, 1988, p. 324, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, p. 473, RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 489 e TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», p. 840. Para PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.ª edição revista e atualizada, Almedina, Coimbra, 2004, p. 318, os acionistas de fruição apenas têm, regra geral, direito de voto nas assembleias especiais da sua categoria de ações, só tendo direito de voto nas demais assembleias gerais se os estatutos lhe conferirem esse direito.

<sup>10</sup> A expressão é de COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 225.

<sup>11</sup> CAROLINA CUNHA, «Artigo 346», p. 747.

Já os titulares de ações parcialmente reembolsadas têm direito ao dividendo prioritário na percentagem não amortizada, quinhando nos lucros de exercício, relativamente à parte amortizada, apenas depois de aos titulares de ações não amortizadas ser atribuído o dividendo prioritário (cf. artigo 346.º, n.º 4, al. a) *in fine* do CSC)<sup>12/13</sup>.

Do mesmo modo, nos termos da al. b) do n.º 4 do artigo 346.º do CSC, as ações de fruição só compartilham do produto da liquidação depois de haver sido restituída aos demais acionistas a quantia correspondente ao valor nominal das respetivas ações, sendo que os acionistas titulares de ações parcialmente reembolsadas vão ter direito, na proporção das ações não amortizadas, ao reembolso prioritário do saldo de liquidação e, relativamente à parte das ações amortizadas, vão ter de aguardar pela satisfação prioritária do direito dos demais acionistas de capital.

Isto dito, deliberada a amortização de ações, é necessário que o acionista proceda à devolução à sociedade dos títulos representativos das ações de que era titular para que os mesmos sejam destruídos e substituídos por outros títulos, na medida em que as ações de fruição e as ações parcialmente reembolsadas devem ser representadas por títulos distintos dos representativos de ações de capital, dado que se trata de uma categoria diferente de ações<sup>14</sup>.

No que concerne à «duração» da amortização de ações, diz-nos o n.º 6 do artigo 346.º do CSC que a mesma é definitiva, sem prejuízo de as ações de fruição poderem ser convertidas em ações de capital e as ações parcialmente reembolsadas poderem ser reconstituídas, por deliberação da assembleia geral e da assembleia especial dos acionistas titulares de ações de fruição ou dos acionistas titulares de ações parcialmente reembolsadas<sup>15</sup>, adotas pela maioria exigida para a alteração do pacto social.

<sup>12</sup> Sobre a participação nos lucros de exercício dos titulares de ações de fruição, *vide* FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 280.

<sup>13</sup> Para JOSÉ CARVALHO ESTEVEZ, «Amortização Parcial de Ações», *Fisco*, n.º 46, ano 4, setembro 1992, p. 24, esta limitação destina-se a assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas e, em particular, «assegurar que aos demais acionistas será reembolsado, prioritariamente, o valor das suas entradas ainda não objeto de reembolso».

<sup>14</sup> Cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 448, RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 488 e TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», pp. 840 e 841.

<sup>15</sup> Para TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», p. 841, para a reconstituição de ações parcialmente amortizadas é desnecessária a realização de assembleia especial de acionistas para deliberar a reconstituição, na medida em que «os titulares destas ações não constituem uma nova categoria de ações», entendimento esse que, com o devido respeito, não perfilhamos, na medida em que tendo aquelas ações um regime patrimonial diferente

A conversão não é, porém, imediata, antes operando, em alternativa, ou por retenção dos lucros que caberiam às ações amortizadas, hipótese em que a conversão se considera realizada quando os dividendos retidos atinjam o montante dos reembolsos efetuados ou, se as referidas assembleias de acionistas o autorizarem, por realização de novas entradas pelos acionistas interessados, situação em que a conversão se considera efetuada no final do exercício económico em que as novas entradas forem realizadas (cf. artigo 346.º, n.ºs 7, 8 e 9 do CSC).

Uma vez finalizada a conversão das ações de fruição em ações de capital ou a reconstituição de ações parcialmente reembolsadas, a mesma deve ser materializada por troca dos títulos representativos de ações de fruição ou de ações parcialmente reembolsadas, recebendo os acionistas, em troca, títulos representativos de ações de capital<sup>16</sup>.

## b. Requisitos

A amortização-reembolso, tanto quanto sabemos de escassa relevância na hodíerna *praxis* societária<sup>17</sup>, opera, conforme resulta do artigo 346, n.º 1 do CSC, por simples deliberação da assembleia geral<sup>18</sup> que observe o quórum constitutivo previsto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 383.º e o quórum deliberativo previsto nos n.ºs 3 e 4 do artigo 386.º, ambos do CSC<sup>19</sup>, não

das demais ações, constituem uma categoria especial de ações, sujeitando os seus titulares a deliberar em assembleia geral especial.

<sup>16</sup> RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 497.

<sup>17</sup> Como nos dá nota COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 392.

<sup>18</sup> Tomada por qualquer uma das modalidades admitidas nas sociedades anónimas nos artigos 53.º, n.º 1, 54.º e 373.º, n.º 1, todos do CSC.

<sup>19</sup> Salvo estipulação em contrário no pacto social, em caso de primeira convocação devem estar presentes ou representados acionistas que detenham, pelo menos, ações correspondentes a um terço do capital social, podendo a assembleia geral deliberar seja qual for o número de acionistas presentes ou representados e o capital social por eles representados em segunda convocação, nos termos dos n.ºs 2 e 3 do artigo 383.º do CSC. Relativamente às maiorias deliberativas, e salvo estipulação em contrário nos estatutos, a deliberação deve ser aprovada, quer em primeira, quer em segunda convocação, por dois terços dos votos emitidos, salvo se na assembleia realizada em segunda convocação estiverem presentes ou representados acionistas detentores de, pelo menos, metade do capital social, situação em que a deliberação pode ser tomada por maioria dos votos emitidos, conforme resulta dos n.ºs 3 e 4 do artigo 386.º do CSC. Saliente-se, *en passant*, que tem sido entendido pela doutrina que os preceitos acima referidos constituem normas imperativas mínimas, sendo apenas possível estipular contratualmente uma maioria mais exigente do que a prevista na lei a título supletivo.

sendo necessário que a amortização seja imposta ou autorizada pelo contrato de sociedade<sup>20</sup>, nem admissível a amortização por mera decisão do conselho de administração, por vontade unilateral do acionista afetado ou de verificação automática em face da ocorrência de um facto contratualmente previsto<sup>21</sup>.

A deliberação de amortização deve especificar se o reembolso do valor nominal das ações é total ou parcial e, neste último caso, qual o valor a reembolsar<sup>22</sup>, sendo que, nos termos do n.º 3 do artigo 346.º do CSC, o «reembolso parcial do valor nominal deve ser feito por igual, relativamente a todas as ações existentes à data», devendo, por seu turno, o reembolso total abranger todas as ações, salvo se os estatutos permitirem que o reembolso do valor nominal de certas ações seja feito por sorteio<sup>23</sup>, hipótese em que só alguma das ações existentes, escolhidas à sorte, serão objeto de amortização<sup>24</sup>.

<sup>20</sup> JOÃO LABAREDA, *Das Ações...*, p. 323, RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 482 e TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», p. 838.

<sup>21</sup> Neste sentido, TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», p. 839.

<sup>22</sup> Conforme refere TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», p. 840, a amortização de ações sem redução de capital social é necessariamente onerosa, na medida em que, como resulta da análise do regime do artigo 346.º e, em particular, do seu n.º 6, é sempre devido o pagamento de uma contrapartida ao acionista.

<sup>23</sup> O sorteio era considerado, diz-nos RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* pp. 483-485, uma forma de preservar a igualdade entre os acionistas, que eram iguais perante a sorte. Para o referido Autor, a amortização individual de ações era, por isso, ilícita.

<sup>24</sup> Considerando que é possível que também as ações alvo de reembolso parcial sejam escolhidas por sorteio, desde que estatutariamente previsto, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, pp. 446-447, PINTO FURTADO, *Curso de Direito...*, p. 316 e TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 346.º», p. 838. Para João LABAREDA, *Das Ações...*, p. 325, também o reembolso parcial por sorteio é admissível nas situações em que, não estando essa possibilidade contratualmente prevista «os acionistas atingidos nisso concordarem, expressa ou tacitamente, por estar em causa o afastamento do direito à igualdade de tratamento», admitindo ainda que os «acionistas minoritários que não votaram favoravelmente a deliberação a possam anular quando, contra a sua vontade, as suas ações não tenham sido igualmente amortizadas», posição esta secundada por ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, pp. 263-264, nota 428. Para este último Autor, para além da amortização por sorteio, é ainda admissível que o contrato de sociedade defina, «desde logo, quais são as ações (neste caso uma categoria) que poderão estar, futuramente, sujeitas a essa amortização total de ações. Ao invés de se sortear (a possibilidade de sorteio tem de estar já prevista nos estatutos), as ações a abranger ficam, *ab initio*, definidas no contrato de sociedade. Esta parece ser uma situação permitida, uma vez que, deste modo, se aumenta a própria segurança jurídica (já se sabe que ações estão sujeitas) e vai ao encontro do regime comunitário que admite expressamente essa hipótese – artigo 35.º, al. a) da Segunda Diretiva (correspondente ao atual artigo 78.º, al. a) da Diretiva

Ainda no que concerne ao reembolso, estabelece o n.º 1 do artigo 346.º do CSC, por homenagem ao princípio da intangibilidade do capital social<sup>25</sup> e de forma a salvaguardar os interesses dos credores sociais<sup>26</sup>, que o mesmo apenas pode ser feito com recurso aos fundos que, nos termos do disposto nos artigos 32.º e 33.º do CSC, possam ser distribuídos aos sócios, o que significa que a amortização só é possível se a situação líquida da sociedade for igual ou superior à soma do capital social e das reservas que, nos termos da lei ou do contrato, não possam ser distribuídas aos sócios, quer à data da deliberação, quer à data do pagamento da contrapartida ao acionista, sob pena de nulidade<sup>27</sup>.

Não obstante o CSC, ao contrário do estatuído no artigo 234.º, n.º 1 do CSC<sup>28</sup> para a amortização de quotas, não impor a comunicação da amortização aos acionistas por ela afetados, parece-nos que tal comunicação deve ter lugar, desde logo para concretizar a substituição dos títulos representativos das ações de capital por títulos representativos de ações de fruição, até porque, hoje em dia, com a proibição de ações ao portador, os titulares das ações são facilmente identificáveis pela sociedade<sup>29</sup>.

(EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017). É evidente que, mesmo nesta hipótese, não se prescinde da deliberação a que se reporta o artigo 346.º, n.º 1, tomada com as maiorias exigidas para esta matéria». Rejeitando a possibilidade de que as ações objeto de reembolso parcial sejam escolhidas por sorteio e defendendo que o reembolso parcial deve ter sempre por objeto a totalidade das ações, parece-nos, CAROLINA CUNHA, «Artigo 346», p. 745.

<sup>25</sup> Sobre o princípio da intangibilidade do capital social cf., por todos, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra, 2009, «Artigo 32.º» e «Artigo 33.º», ambos in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. I, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 487-507.

<sup>26</sup> Neste sentido, cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, p. 474.

<sup>27</sup> Secundando este entendimento, cf. RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 486-487. Admitindo que, não obstante a deliberação seja nula, a mesma possa ser renovável, cf. EVARISTO MENDES, *Deliberações que fixam o valor das participações sociais – Impugnação – I*, [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Deliberacoes\\_que\\_fixam\\_o\\_valor\\_das\\_participacoes\\_sociais-Impugnacoo\\_I\\_\(2014\).htm](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Deliberacoes_que_fixam_o_valor_das_participacoes_sociais-Impugnacoo_I_(2014).htm), para quem a solução de uma nulidade inarredável parece demasiado drástica, na medida em que, pese embora à data da deliberação a amortização ofenda o princípio da intangibilidade do capital social, tratando-se de um requisito suscetível de verificação posterior, antes do vencimento da obrigação de pagar (por exemplo se estiver previsto o pagamento de um importante serviço prestado pela sociedade ou a alienação de um ativo tecnológico), se deve admitir a possibilidade de convalidação automática da deliberação ou a sua renovação.

<sup>28</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a interpretação deste artigo, vide CAROLINA CUNHA, «Artigo 234», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. III, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 508-516.

<sup>29</sup> BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 446, salientava, no âmbito do direito pretérito, que o CSC não exigia a comunicação aos acionistas, desde logo porque tal não seria possível

Finalmente, salienta-se que quer a amortização de ações quer, eventualmente, a posterior conversão das ações de fruição em ações de capital ou a reconstituição das ações parcialmente reembolsadas, estão sujeitas a registo e publicação obrigatórios, nos termos dos artigos 346.º, n.º 10 do CSC e dos artigos 3.º, als. j) e r), 15.º, n.º 1 e 70.º, n.º 1, al. a) do CRCom<sup>30</sup>.

### III. Amortização de ações com redução de capital

#### a. Traços gerais

O artigo 347.º do CSC regula aquilo que, na prática societária, se usa denominar por «amortização-extinção»<sup>31</sup>, «amortização em sentido próprio» ou «verdadeira amortização»<sup>32</sup>, na medida em que a modalidade de amortização aí prevista implica necessariamente, nos termos do seu n.º 2, a redução (real) do capital social<sup>33</sup> e a extinção das ações amortizadas na data dessa redução<sup>34</sup>.

*Il vans la dire* que, se forem amortizadas todas as ações detidas por um certo acionista, o mesmo perderá, por via da amortização, a qualidade de acionista, sem prejuízo, naturalmente, dos direitos já adquiridos e das obrigações já vencidas<sup>35</sup>.

em relação aos titulares de ações ao portador, mas dava nota de que tal formalidade seria na prática necessária para a execução da deliberação de amortização, nomeadamente para concretizar a troca das ações de capital por ações de fruição, óbice este que, com as recentes alterações legislativas, se podem considerar ultrapassadas ou, pelo menos, bastante mitigadas.

<sup>30</sup> Sobre o registo e publicação da deliberação de amortização e redução do capital social, cf. ISABEL FERREIRA QUELHAS GERALDES, *Código do Registo Comercial Anotado e Comentado*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 100-103, 142-1143, 228-230 e 338-340.

<sup>31</sup> A expressão é de COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 392.

<sup>32</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, p. 480.

<sup>33</sup> Tratar-se-á de uma redução de capital social destinada a «finalidade especial», nos termos do artigo 94.º, n.º 1, al. a) do CSC.

<sup>34</sup> A forma da redução de capital social a indicar na convocatória será, pois, a de extinção de participações – cf. artigo 94.º, n.º 1, al. b) do CSC.

<sup>35</sup> Não obstante o CSC não prever a salvaguarda dos direitos e obrigações já vencidos (pense-se, por exemplo, no caso de a sociedade ter deliberado a distribuição dos lucros do exercício, mas não ter procedido ainda ao seu pagamento à data da amortização), como faz no artigo 232.º, n.º 2 para a amortização de quotas, parece-nos que igual ressalva se deve aplicar à amortização de ações. Neste mesmo sentido, veja-se BRITO CORREIA,

Quanto à sua função, esta modalidade de amortização pode ser utilizada como expediente para *extinguir certas categorias de ações* ou para excluir certos acionistas do grémio societário, hipótese em que constitui um fim em si mesmo, bem como pode servir apenas como um instrumento utilizado pela sociedade para *reduzir o capital social*, como alternativa à redução do valor nominal das ações ou seu reagrupamento, podendo, igualmente, ser utilizada como instrumento de controlo sobre a composição do grémio societário ou com funções exoneratórias e de desinvestimento<sup>36</sup>.

Isto dito, o n.º 1 do artigo 347.º do CSC divide a amortização-extinção em duas sub-modalidades: a amortização *permitida* pelo contrato de sociedade e a amortização *imposta* pelo contrato de sociedade.

Ambas as modalidades têm como pressuposto comum a desnecessidade de consentimento do acionista titular das ações amortizadas e, como *conditio sine qua non*, a necessidade de que os factos que imponham ou permitam a amortização estejam definidos, com grau suficiente de precisão<sup>37</sup>, no contrato de sociedade (cf. n.º 3). Tais factos devem revestir suficiente seriedade<sup>38</sup>, sendo de rejeitar, na esteira da doutrina dominante, a tese de que o direito de amortização é um direito absoluto da sociedade ou uma faculdade discricionária passível de ser exercida *ad nutum*, sendo igualmente inadmissível que os acionistas, em assembleia geral, deliberem a amortização com base num facto que não seja contratualmente previsto<sup>39</sup> (embora a assembleia geral possa, nos termos que veremos infra, completar a previsão estatutária).

Somos do entendimento, de resto sufragado pela doutrina maioritária, de que, à semelhança do que sucede com a amortização de quotas (cf. artigo 233.º, n.º 2 do CSC), o facto permissivo da amortização deve cons-

*Direito Comercial...*, p. 452 e TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 347.º», *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (Coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO), Almedina, Coimbra, 2009, p. 845. Sobre a salvaguarda dos direitos já adquiridos pelos sócios e das obrigações já vencidas nas sociedades por quotas, cf. *inter alia*, CAROLINA CUNHA, «Artigo 232», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. III, Almedina, Coimbra, 2011, p. 496.

<sup>36</sup> Cf., sobre as diversas funções sócio-económicas da amortização, ANTÓNIO SOARES, *O Novo Regime da Amortização de Quotas*, Lisboa, AAFDL, 1988, pp. 16-18.

<sup>37</sup> Sendo por isso de rejeitar as cláusulas estatutárias que contenham uma simples previsão genérica.

<sup>38</sup> Neste sentido, cf. CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, p. 755 e, ainda, os exemplos dados por COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 393.

<sup>39</sup> Cf. RATÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 501.

tar do contrato de sociedade ao tempo da aquisição de ações pelo acionista afetado, até por força de uma interpretação conforme ao disposto no artigo 79.º, n.º 1, al. a) da Diretiva (EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativa a determinados aspetos do direito das sociedades<sup>40</sup>, ou, em alternativa, nele ter sido posteriormente introduzido por alteração estatutária aprovada por unanimidade dos acionistas<sup>41</sup>.

Por conseguinte, ao deliberar-se a amortização de ações, é necessário indagar não apenas se o facto permissivo ou impositivo da amortização figura no pacto social, mas também verificar quando passou a estar nele previsto e qual a maioria que deliberou a sua introdução, sob pena de a amortização de ações não ser permitida, caso o facto permissivo tenha sido introduzido nos estatutos depois da aquisição das ações pelo acionista por ela afetado ou, tendo o facto permissivo sido introduzido no pacto social em momento anterior à aquisição de ações, caso tal alteração estatutária não tenha sido unanimemente deliberada pela assembleia geral.

Finalmente, salienta-se que também a deliberação de amortização de ações com redução de capital está sujeita a registo e publicação obrigatórios, nos termos dos artigos 346.º, n.º 10 do CSC e dos artigos 3.º, al. j), 15.º, n.º 1 e 70.º, n.º 1, al. a) do Código de Registo Comercial («CRCom»)<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> Correspondente ao anterior artigo 36.º, n.º 1, al. a) da Segunda Diretiva (Diretiva 77/91/CEE, publicada no JO L 026 de 30.01.77)

<sup>41</sup> Sufragando este entendimento, cf. CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», p. 755, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 393, JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital social – Dúvidas sobre o regime legal aplicável (em especial, a redução de capital para amortização de participações sociais)», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 34, 2013, disponível em [www.uria.com](http://www.uria.com), p. 82, nota 86, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações...*, p. 701 e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, pp. 501-502. Em sentido contrário se pronuncia ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, pp. 267-269, que considera que, «em virtude da ausência de uma disposição legal, não pode ser exigida a unanimidade de votos para a introdução de uma cláusula estatutária que preveja uma causa de amortização, com redução do capital, ainda que a mesma se aplique imediatamente àqueles que, nesse momento, possuam a qualidade de acionistas», pelas razões que melhor esgrime na referida obra e para as quais, por economia, se remete.

<sup>42</sup> Sobre o registo e publicação da deliberação de amortização, cf. ISABEL FERREIRA QUELHAS GERALDES, *Código do Registo Comercial...* pp. 100-103, 228-230 e 338-340.

## b. Amortização de ações com redução de capital como forma de exclusão de acionista<sup>43</sup>

Como dá nota PAULO OLAVO CUNHA<sup>44</sup>, «a qualificação da situação do sócio é de uma crescente objetivação da participação social na sociedade anónima *versus* uma progressiva pessoalização verificada nas sociedades por quotas», na medida em que, entre muitas outras razões, enquanto nas sociedades por quotas os direitos são de titularidade pessoal dos sócios, independentemente do capital social por estes detido, nas sociedades anónimas os direitos são atribuídos às ações.

Esta tendencial diferença na posição do sócio nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas tem reflexos nas possibilidades legalmente previstas de exclusão de um sócio num e outro tipo de sociedade.

Assim, enquanto nas sociedades por quotas é expressamente prevista a possibilidade de exclusão de sócios uma vez verificados os factos previstos na lei<sup>45</sup> ou os factos respeitantes à sua pessoa ou comportamento previstos no contrato (art. 241.º do CSC), nas sociedades anónimas a sanção da exclusão de acionista não se encontra legalmente prevista, sendo amplamente debatido na doutrina se é ou não possível aplicar analogicamente o instituto da exclusão de sócio às sociedades anónimas ou se, pelo contrário,

<sup>43</sup> RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 484 refere que, na «prática portuguesa, depois do CSC, têm aparecido contratos de sociedades anónimas em que é estipulada a amortização de ações de acionistas *sem* redução do capital quando relativamente a eles ocorram certos factos, como o óbito, a penhora das ações, violação do contrato de sociedade, etc. Trata-se obviamente de pretender, ao abrigo do artigo 346.º, transpor para as sociedades anónimas o regime de amortização das quotas. Essa transposição é legalmente impossível e as cláusulas contratuais que pretendam fazê-lo são nulas», e isto porque, defende o autor, «nas sociedades anónimas a amortização de certas ações, em certos casos e sem consentimento dos seus titulares, só é lícita *com* redução do capital. A amortização individual de ações, sem a consequente redução do capital, é ilícita».

<sup>44</sup> *Direito das Sociedades...*, p. 304,

<sup>45</sup> Veja-se, por exemplo, o artigo 204.º, n.os 1 e 2 do CSC, que disciplina a exclusão do sócio remisso, o artigo 212.º, n.º 1 do CSC, que prevê a exclusão do sócio que não efetue as prestações suplementares a que está adstrito e o artigo 214.º, n.º 6 do CSC, que prevê a exclusão do sócio que abuse da informação obtida por via do exercício do direito de informação e, com essa atuação, prejudique a sociedade ou os outros sócios. Também em legislação avulsa se podem encontrar causas de amortização, como é o caso do artigo 5.º, n.º 3, da Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto, que penaliza com a amortização o incumprimento injustificado do dever de informação a cargo do sócio sobre o seu beneficiário efetivo. Sobre as causas de exclusão de sócios nas sociedades por quotas cf., entre outros, CAROLINA CUNHA, «A exclusão de sócios (em particular nas sociedades por quotas)», *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 201-233.

rio, apenas é possível concretizar este afastamento por via da amortização da totalidade das suas ações<sup>46</sup>.

Embora não possamos deixar de reconhecer que os institutos da exclusão de sócio e da amortização são tendencialmente diferentes, na medida em que o primeiro se trata de um fenómeno subjetivo que leva à perda da qualidade de sócio e o segundo de um fenómeno objetivo que leva não à perda da qualidade de sócio, mas sim à extinção da sua participação social, os efeitos produzidos são frequentemente os mesmos<sup>47</sup>; daí que exista um certo sincretismo na abordagem dos institutos e que o instituto da amortização seja frequentemente utilizado, na *praxis* societária, com o propósito de excluir certos acionistas do grémio societário e inclusive

<sup>46</sup> Para certos Autores, como é o caso de COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 416 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 354-355, em certos casos e desde que estatutariamente prevista, é possível a aplicação, por analogia e com as necessárias adaptações, da sanção de exclusão de sócios às sociedades anónimas, o que constituirá, nas palavras deste último autor «um desvio pessoalista em relação ao tipo», relativamente ao qual, «na falta de estipulação, no seu regime típico, os sócios não estão sujeitos a exclusão». Também CAROLINA CUNHA, «A exclusão de sócios...», p. 233, admite a estipulação de cláusulas contratuais de exclusão. Rejeitando tal admissibilidade, cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, p. 543 e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades – II Volume – Das Sociedades em Especial*, 2.ª Edição (revista e atualizada), Almedina, Coimbra, 2007, pp. 711-712, que impressivamente refere que «a possibilidade de exclusão de sócios não tem qualquer referência no Direito das sociedades anónimas. Já se tem entendido que quando domine o *intuitu personae*, tal exclusão deveria ser possível por via da aplicação do artigo 242.º, n.º 1: exclusão judicial do sócio por "... comportamento desleal ou francamente perturbador ...". Mas essa via de aparente bom senso não é praticável: porque não extinguir o direito de propriedade do vizinho "gravemente perturbador"? A única via de exclusão de um sócio de sociedade anónima está na amortização de ações: quando prevista no pacto social e quando se verifiquem as competentes causas nele inseridas. Fora dessa hipótese: quaisquer perturbações provocadas por acionistas podem ser juridicamente contidas, mesmo nas sociedades fechadas. Agora: se erroneamente se elegeu uma sociedade anónima para reger situações *intuitu personae*, *sibi imputet*. Pertence à essência do tipo "sociedade anónima" a indestrutibilidade da participação acionista: salvo o expressa e legalmente previsto. Não pode haver confiscos punitivos nem transmutações sem adequado suporte legal e constitucional», posição seguida de perto pelo Tribunal da Relação do Porto, em Acórdão datado de 28.06.2010 (Caimoto Jácome), processo n.º 202/08.1TYVNG.P1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), cujo sumário refere taxativamente que «a única via de exclusão de um sócio na sociedade anónima está na amortização de ações, quando prevista no pacto social e quando se verifiquem as competentes causas nele inseridas».

<sup>47</sup> Neste sentido, entre outros, ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, p. 265 e CAROLINA CUNHA, «A exclusão de sócios...», p.222.

reconhecido por alguns Autores como uma sub-modalidade de exclusão de sócios<sup>48</sup>.

Não se ignora que o recurso à amortização de ações com a finalidade de exclusão acionistas enfrentava, até há pouco tempo, grandes entraves, atenta a opacidade na identificação dos titulares do capital social das sociedades anónimas. Com efeito, sendo as ações ao portador, não só era difícil o conhecimento da identidade do sócio como sobretudo impedir o seu reingresso no seio social, atenta a impossibilidade de excluir a transmissibilidade das ações e a tendencial (ou mesmo total, no caso das ações ao portador) inexistência de limites à sua transmissão, nos termos do disposto no artigo 328.º do CSC<sup>49</sup>.

No entanto, e como se sabe, desde a entrada em vigor da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, a emissão de valores mobiliários ao portador foi proibida e exigiu-se a conversão, no prazo de seis meses – findos em 4 de novembro de 2017 – dos valores mobiliários ao portador à data existentes em valores mobiliários nominativos<sup>50</sup>. O facto de, hoje em dia, as ações deverem obrigatoriamente ser nominativas, a par da obrigação das sociedades comerciais no geral e, em particular e para o que ora importa, as sociedades anónimas fechadas<sup>51</sup>, deverem manter um registo completo e atualizado dos elementos de identificação dos seus sócios e respetivos beneficiários efetivos e de os terem, ainda, de identificar no Registo Central de Beneficiário Efetivo<sup>52</sup>, nos termos previstos na Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto, resultante da transposição da

<sup>48</sup> É o caso de BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 415, para quem a «amortização forçada é uma modalidade de exclusão de sócio».

<sup>49</sup> Vejam-se, por exemplo, ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, pp. 270 e ss. e JULIANO FERREIRA, *O Direito de Exclusão de Sócio na Sociedade Anónima*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 130.

<sup>50</sup> Sobre a eliminação das ações ao portador e o controlo da identidade dos sócios, *vide* «A propósito da eliminação das ações ao portador», de COUTINHO DE ABREU, pp. 55-64, e «Controlo da identidade dos sócios – alguns problemas recentes» de MARIA ELISABETE RAMOS, pp. 65-105, ambos publicados em *V Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2018.

<sup>51</sup> Na medida em que o artigo 4.º do Regime Jurídico do Beneficiário Efetivo exclui do seu âmbito de aplicação as «sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, sujeitas a requisitos de divulgação de informações consentâneos com o direito da União Europeia ou sujeitas a normas internacionais equivalentes, que garantam suficiente transparência das informações relativas à titularidade das ações», já sujeitas a um regime de transparência próprio e considerado idóneo pelo legislador.

<sup>52</sup> A sociedade tem, pois, como refere MARIA ELISABETE RAMOS, «Controlo da Identidade...», de proceder a dois registo, um de natureza privada e interna e outro de natureza e gestão pública.

Diretiva (EU) 2015/849, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015<sup>53</sup>, passou a tornar transparente para a sociedade e para o tráfego jurídico quem são, a todo momento, não só os titulares formais das ações, mas também os últimos beneficiários de cada uma delas, pelo que perdeu razão de ser a crítica habitualmente apontada sobre as dificuldades inerentes ao conhecimento da identidade dos acionistas.

Por outro lado, o facto de hoje em dia as ações serem obrigatoriamene nominativas leva a que seja possível que em todas as sociedades anónimas se convencionem, se os acionistas assim o desejarem, os limites à livre transmissibilidade de ações previstos no n.º 2 do artigo 328.º do CSC (apenas previstos para a transmissão de ações nominativas), nomeadamente subordinar a transmissão das ações ao consentimento da sociedade<sup>54</sup>, o estabelecimento de direito de preferência a favor de outros acionistas e a subordinação da transmissão de ações à existência de determinados requisitos, subjetivos ou objetivos, determinados de acordo com o interesse social<sup>55</sup>.

Ademais, não se pode olvidar que as sociedades anónimas existentes no tecido empresarial português não são, de todo, homogéneas, porquanto coexistem sociedades abertas, suscetíveis de serem cotadas no mercado bolsista com, numa maioria avassaladora, pequenas e médias sociedades anónimas fechadas<sup>56</sup>, nas quais a figura do acionista assume maior protagonismo e que se distanciam largamente do ideal essencialmente capitalístico concebido como base pelo legislador, do que é exemplo a frequente previsão estatutária de cláusulas que refletem uma forte manifestação do

<sup>53</sup> Sobre o dever de a sociedade identificar todas as pessoas singulares que detêm a propriedade ou controlo da sociedade comercial, bem como para uma vista panorâmica sobre o Regime Jurídico do Registo Central do Beneficiário Efetivo, cf. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «A propósito do combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo. O beneficiário efetivo (de uma sociedade comercial)», *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 79, julho/dezembro 2019, Lisboa, pp. 495-515, disponível em [https://portal.oa.pt/media/129489/roa-iii\\_iv-2019-web.pdf](https://portal.oa.pt/media/129489/roa-iii_iv-2019-web.pdf).

<sup>54</sup> É, aliás, frequente, sobretudo nas sociedades de cariz familiar, que se subordine a transmissão de ações ao consentimento da sociedade e se preveja, como consequência da transmissão de ações sem observância das formalidades contratualmente previstas, a sua amortização compulsiva. Sobre o paralelo deste problema nas sociedades por quotas, cf. MARIA MIGUEL CARVALHO, «Algumas questões relacionadas com a deliberação de amortização compulsiva na sequência de uma cessão de quota não consentida pela sociedade», III Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 201-223.

<sup>55</sup> Última restrição esta que pode ser utilizada, a nosso ver, para impedir a reentrada do acionista cujas ações foram amortizadas no seio social.

<sup>56</sup> Segundo dados da PORDATA, 99,9% das sociedades existentes em Portugal são PME.

seu caráter *intuitu personae*, nomeadamente em sede de restrições ao princípio da livre transmissibilidade de ações, por aplicação do já referido n.º 2 do artigo 328.º do CSC.

É essencialmente em relação às sociedades anónimas de cunho mais personalístico que nos parece que a amortização de ações com redução de capital, na sua vertente sancionatório-punitiva, pode assumir protagonismo. Com efeito, sendo tal amortização imposta mesmo contra a vontade dos acionistas titulares das ações a amortizar, a mesma pode constituir um «expediente para proceder a uma exclusão dissimulada»<sup>57</sup> e ser configurada como *ultima ratio* perante uma situação que torne a permanência do acionista insustentável para a sociedade, assim a aproximando do instituto da exclusão de sócio quando os factos estatutariamente previstos como causa da amortização se relacionarem, por exemplo, com o incumprimento culposo, grave<sup>58</sup> e/ou reiterado, pelo acionista, de obriga-

<sup>57</sup> JULIANO FERREIRA, *O Direito de Exclusão...*, p. 137, admite que se tratará mesmo de «uma forma de conseguir os mesmos efeitos, se bem que por via da extinção da participação social». Também para ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, p. 266, «permitir que a possibilidade de introdução, nos estatutos, de hipóteses conducentes à amortização de ações seja empregue para tutelar situações de verdadeira exclusão de sócios que, como é sabido, estão relacionados com comportamentos graves e culposos do acionista em relação à sociedade», aproxima bastante os institutos da amortização e da exclusão de sócio.

<sup>58</sup> Gravidade que deve ser aferida no caso concreto, cotejando-se a natureza da obrigação, a intensidade da violação e as consequências do incumprimento para a organização e/ou funcionamento da sociedade, como refere COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 405 a propósito da exclusão de sócios. Como exemplos de causas passíveis de legitimar a exclusão de sócio, o Autor refere, na p. 394, o aproveitamento em benefício próprio de oportunidades de negócios da sociedade, a apropriação ilícita de bens sociais, a utilização em benefício próprio do património da sociedade, a revelação de segredos de negócio, atos de concorrência desleal contra a sociedade, entre outros. Acolhendo estes exemplos como causas passíveis de conduzir à exclusão de sócio, cf. o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa datado de 10.02.2009 (Rui Vouga), processo n.º 7518/2008-1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), que, aliás, decidiu, e bem, ser suficiente que a conduta do sócio seja «susceptível de causar prejuízos relevantes à sociedade», não se exigindo «um prejuízo efetivo, mas apenas a capacidade de provocar danos». Relativamente aos prejuízos, é mister salientar que os mesmos podem não ser patrimoniais, devendo ter-se igualmente em consideração, como refere JOAQUIM TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», *Revista do Conselho Distrital do Porto da Ordem dos Advogados*, n.ºs 22 e 23, dezembro de 2002 e janeiro de 2003, p. 105, «os chamados danos não patrimoniais, mormente a lesão do crédito e do bom nome da sociedade». Para uma leitura mais aprofundada sobre a obrigação implícita e/ou explícita de não concorrência dos acionistas, cf. MANUEL NOGUEIRA SERENS, *Das Obrigações de Não Concorrência na Negociação Definitiva da Empresa*, Almedina, Coimbra, 2017.

ções legais ou contratuais<sup>59</sup>, com motivos ponderosos ligados à pessoa do acionista ou à adoção de condutas suscetíveis de lesar o interesse social, desleais, gravemente perturbadoras do funcionamento da sociedade ou que constituam um obstáculo à prossecução do fim social, situações em que podemos falar de uma verdadeira «amortização-exclusão»<sup>60</sup>.

O recurso à amortização da totalidade das ações detidas por um certo acionista, na sua vertente sancionatório-punitiva pode, por conseguinte, constituir um importante instrumento ao dispor das sociedades anónimas para concretizar a sua exclusão do grémio societário, sendo este instrumento tão mais importante quanto mais matizado for o cunho capitalístico das sociedades anónimas, como será o caso da maioria das sociedades anónimas pequenas e fechadas existentes no tecido empresarial português, onde o caráter *intuito personae* é mais vincado.

### c. Contrapartida da amortização

O CSC não admite expressamente a amortização em sentido próprio a título gratuito, embora também não refira que a onerosidade é um elemento fulcral desta *fattispecie*.

Ao contrário do que sucede na amortização-reembolso, que é imperativamente onerosa, ante o silêncio do legislador, a doutrina tem-se vindo a pronunciar maioritariamente em sentido favorável à possibilidade de amortização-extinção a título gratuito, desde que a ausência de contrapartida conste expressamente do contrato em momento anterior à subscrição das ações amortizadas ou o acionista afetado manifeste o seu acordo<sup>61</sup>, a não ser que, naturalmente, exista norma imperativa em sentido diverso<sup>62</sup>.

<sup>59</sup> Admitindo a possibilidade de amortização com base no incumprimento de obrigações por parte dos acionistas, cf., entre outros, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, p. 544.

<sup>60</sup> A expressão é de COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 416, para quem «quando os factos que impõem ou permitem a amortização compulsiva respeitem à pessoa ou ao comportamento do sócio, podemos falar de casos de exclusão (ou de amortização-exclusão)».

<sup>61</sup> Admitindo a gratuitade da amortização, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 430, CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», p. 754, JOÃO LABAREDA, *Das Ações...*, p. 333 e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, pp. 505-506. No mesmo sentido, ainda que a propósito da amortização de quotas, cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 388 e PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Artigo 235», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. III, Almedina, Coimbra, 2011, p. 518.

<sup>62</sup> Como se prevê no n.º 2 do artigo 235.º do CSC.

Partindo do entendimento acima referido, por nós sufragado, pode-se então dizer que a amortização de ações com redução de capital, independentemente de ser imposta ou permitida pelo contrato de sociedade, pode em abstrato ser onerosa ou gratuita, consoante o acionista receba ou não da sociedade uma contrapartida pela amortização e consequente extinção da sua participação social.

A existência ou não de contrapartida, bem como o seu valor, deve ser especificamente fixada no contrato de sociedade ou, em alternativa, deve ser prevista uma fórmula de cálculo que permita o seu concreto apuramento pelo conselho de administração ou conselho de administração executivo, no caso de amortização imposta, ou calculado pela assembleia geral na reunião em que se delibere a amortização de ações, no caso de amortização permitida.

O CSC não fornece, ao contrário do que sucede no regime da amortização de quotas, qualquer critério supletivo para o cálculo da contrapartida, valendo por isso, na sua plenitude, o princípio da liberdade contratual. Na prática, é usual prever-se no pacto social, como ponto de referência, o valor contabilístico da participação social determinado com referência ao momento da deliberação nos termos das disposições conjugadas dos artigos 105.º, n.º 2 do CSC e 1021.º do Código Civil<sup>63</sup>, o valor contabilístico da participação social decorrente do último balanço aprovado<sup>64</sup>, o valor nominal das ações a amortizar, o valor contabilístico-matemático ou o valor contabilístico-matemático corrigido ou determinado em função da rentabilidade passada da sociedade e seus meios libertos<sup>65</sup>.

Do mesmo modo, o CSC é também omisso sobre a forma de pagamento da contrapartida e sobre o prazo para a satisfazer. Relativamente à forma de pagamento, embora o mais usual seja o pagamento em dinheiro, nada parece impedir que o mesmo seja efeito em espécie, em caso de

<sup>63</sup> Que é, aliás, o critério supletivo para a fixação da contrapartida da amortização de quotas, previsto na al. a) do n.º 1 do artigo 235.º do CSC. Sobre a impugnação de deliberações sociais de aquisição e amortização de quotas e ações en que deva ter lugar o pagamento de uma contrapartida compensatória, com valor calculado por um ROC, por motivos relacionados com essa contrapartida, cf., por todos, EVARISTO MENDES, *Deliberações que fixam (...)*.

<sup>64</sup> Referindo que o balanço de exercício «não se mostra adequado para refletir o real valor de uma empresa e, por conseguinte, a fixação do valor da participação social com base neste «apenas por acaso coincidirá com o seu valor real», cf. EVARISTO MENDES, *Capital Social e Tutela dos Credores Sociais. Apontamento*, disponível em [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Capital\\_social\\_e\\_tutela\\_dos\\_credores\\_sociais.htm](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Capital_social_e_tutela_dos_credores_sociais.htm).

<sup>65</sup> Sobre estes três últimos critérios, *vide* JOAQUIM TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», p. 112.

anuência do sócio afetado pela amortização<sup>66</sup>. Relativamente ao prazo de pagamento da contrapartida, valerá, a nosso ver, aquilo que for previsto no contrato de sociedade, no caso de amortização imposta, ou deliberado em assembleia geral, no caso de amortização permitida<sup>67</sup>.

Num ou noutro caso, o valor a atribuir aos acionistas como contrapartida deve, de forma a garantir a salvaguarda do princípio da intangibilidade do capital social, obedecer ao disposto nos artigos 32.º e 33 do CSC, sob pena de nulidade nos termos do disposto no artigo 56.º, n.º 1, al. d) do CSC<sup>68</sup>, como melhor analisaremos infra.

#### **d. A salvaguarda do princípio da intangibilidade do capital social<sup>69</sup> na amortização de ações com redução de capital**

Nos termos do disposto no n.º 7 do artigo 347.º do CSC, a amortização de ações com redução de capital, independentemente da modalidade que revista, depende da verificação dos requisitos previstos no artigo 95.º do CSC, ou seja, de que, à data da deliberação, a situação líquida da sociedade exceda o novo capital social em, pelo menos, 20%.

Parece-nos que, por interpretação atualista e conforme ao Direito Comunitário do referido preceito, consideradas as alterações introduzidas

<sup>66</sup> Cf. PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Artigo 235», p. 521.

<sup>67</sup> Também na amortização de quotas o legislador deu liberdade para que os sócios previssem contratualmente a forma de pagamento da contrapartida ou a fixassem por acordo com o sócio cujas quotas foram amortizadas, nos termos do artigo 235.º, n.º 1 do CSC. No entanto, relativamente à amortização de quotas o legislador teve o cuidado de fixar um critério supletivo, nos termos do qual o pagamento da contrapartida é fracionado em duas prestações, a efetuar dentro de seis meses e um ano, respetivamente, após a fixação definitiva da contrapartida (artigo 235.º, n.º 1, al. b) do CSC. Exceciona-se a este regime geral as hipóteses em que a amortização recai sobre quotas arroladas, arrestadas, penhoradas ou incluídas em massa falida ou insolvente, situações em que a determinação do valor e a forma de pagamento da contrapartida deve obedecer ao critério supletivo legalmente previsto e acima referido, salvo se os estipulados no contrato de sociedade forem menos favoráveis para a sociedade (n.º 2 do artigo 235.º, do CSC).

<sup>68</sup> Defendendo a nulidade das deliberações de amortização sem ressalva do capital e reserva legal, cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 389.

<sup>69</sup> Como refere PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Artigo 236», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. III, Almedina, Coimbra, 2011, p. 525, nota 1, «o capital social, diz-se, é intangível, querendo com isso significar-se que os sócios não podem “tocar” no capital social (o capital social é, pois, *hac sensu*, intocável, intangível), i.e., aos sócios não poderão ser distribuídos bens nem valores que sejam necessários à cobertura do capital social». Mais desenvolvidamente, veja-se, por todos, do mesmo Autor, *Variações...*, «Artigo 32.º» e «Artigo 33.º», pp. 487-507.

pelo Decreto-Lei n.º 8/2007, de 17 de janeiro, se deve considerar que a amortização de ações com redução de capital depende também da verificação dos requisitos previstos no artigo 96.<sup>70</sup> do CSC, sob pena de nulidade nos termos do disposto no artigo 56.º, n.º 1, al. d) do CSC.

A regra acima referida não é, porém, aplicável à amortização de ações inteiramente liberadas<sup>71</sup> relativamente às quais se verifique alguma das exceções previstas nas alíneas a) e b) do artigo 347.º, n.º 7 do CSC, isto é: a) se as ações tiverem sido postas à disposição da sociedade a título gratuito, ou b) se para o pagamento da contrapartida da amortização forem apenas utilizados fundos que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º do CSC, possam ser distribuídos aos acionistas, situação em que a lei condiciona a amortização à criação de uma reserva sujeita ao regime da reserva legal, previsto nos artigos 295.º e 296.º do CSC, de montante equivalente à soma do valor nominal das ações amortizadas. Estas exceções compreendem-se sem dificuldade, na medida em que se trata de situações em que o «património social com vínculo de indisponibilidade a favor dos sócios se mantém o mesmo antes e depois da operação»<sup>72</sup>, não contendendo, por isso, com o princípio da intangibilidade do capital social. Dissecada a *ratio* das exceções legalmente previstas, parece-nos poder acrescentar-se também a amortização gratuita, cuja admissibilidade defendemos pelas razões supra explanadas, na medida em que, como facilmente se intui, também nestas a integridade do capital social não é posta em risco<sup>73</sup>.

Ademais, parece-nos que se justifica igualmente a aplicação analógica do disposto no n.º 3 do artigo 236.º do CSC, nos termos do qual é necessário que, ao tempo do vencimento da obrigação de pagamento da contrapartida da amortização, a situação líquida da sociedade não se

<sup>70</sup> Considerando que a aplicação do artigo 96.º do CSC decorre do disposto no artigo 36.º, n.º 1, al. d) da Segunda Diretiva (que atualmente corresponde ao artigo 79.º, n.º 1, al. d) da Diretiva (EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017), cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 393. Para JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital...», p. 85, «atendendo a que no regime anterior a remissão era feita para o regime da tutela dos credores, entendemos que a remissão atual se deve ter como feita para os artigos que consagram hoje esse regime, ou seja, os artigos 95, n.º 1 e 96.º»..

<sup>71</sup> Para JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital...», p. 85, a amortização de ações não liberadas é possível, desde que sujeita ao regime de tutela de credores, de onde conclui não ser de aplicar o disposto no artigo 95.º, n.º 4 à redução de capital no contexto de amortização de ações, por se tratar de uma redução de capital real e, por isso, não se situar no campo de aplicação da referida norma.

<sup>72</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações...* pp. 703-704.

<sup>73</sup> Neste sentido, ainda que a propósito da amortização de quotas, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 423 e PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Artigo 236», p. 526.

torne inferior à soma do capital social e da reserva legal, sob pena de a amortização ficar, *ex tunc*, sem efeito, salvo se o acionista titular das ações amortizadas optar pela espera do pagamento até que se verifiquem tais condições<sup>74</sup>.

Caso os administradores da sociedade, em violação da lei, amortizem total ou parcialmente ações sem a correspondente redução de capital ou procedam ao pagamento da contrapartida utilizando fundos que não possam ser distribuídos aos acionistas, os mesmos podem vir a ser civilmente responsabilizados nos termos do disposto nos artigos 72.º, 78.º e 79.º do CSC e ficam ainda sujeitos às sanções penais previstas nos n.ºs 2 e 3 do artigo 513.º do CSC<sup>75</sup>. Por outro lado, e a nível societário, a violação da lei e dos correspondentes deveres de cuidado e lealdade podem ainda servir de justa causa de destituição dos administradores<sup>76</sup>.

## e. Modalidades

### i. Amortização imposta

A amortização «imposta», «forçada», «vinculada», «compulsiva» ou «automática», conforme tem vindo a ser denominada pela doutrina, está

<sup>74</sup> Salientando que esta solução, em regra, é pouco atrativa para o acionista, «porquanto, nesta hipótese, dá-se uma modificação no vencimento da obrigação, que apenas ocorrerá se e quando a sociedade vier a ter meios que lhe permitam – legalmente, com ressalva da integridade do capital social – proceder a tal pagamento», cf. PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Artigo 236», p. 531.

<sup>75</sup> Pena de multa até 120 dias ou, se for causado dano grave, material ou moral e que o administrador pudesse prever, a algum sócio que não tenha dado o assentimento para o facto, à sociedade, ou a terceiro, com a pena aplicável aos crimes de infidelidade, prevista e punida no artigo 224.º do Código Penal, isto é, pena de prisão até três anos ou pena de multa (neste último caso, estamos perante um crime agravado pelo resultado, nos termos do disposto no artigo 18.º do Código Penal). Sobre as sanções penais referidas, cf., por todos, SUSANA AIRES DE SOUSA, «Artigo 513», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. VII, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 440-445, para quem as referidas reações penais apenas se aplicam em caso de amortização imposta e não nas hipóteses de amortização permitida, em que a competência para deliberar a amortização é da assembleia geral e os administradores se limitam a executá-la. A ser este o racional, a punibilidade criminal dos administradores deverá igualmente ser afastada quando, ainda que, tratando-se de uma amortização imposta, a mesma seja deliberada pela assembleia geral, cuja competência cumulativa defendemos, como se verá infra.

<sup>76</sup> Neste sentido, EVARISTO MENDES, *Capital Social e Tutela dos Credores Sociais. Apontamento*, disponível em [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Capital\\_social\\_e\\_tutela\\_dos\\_credores\\_sociais.htm](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Capital_social_e_tutela_dos_credores_sociais.htm)

regulada no n.º 4 do artigo 347.º do CSC, que estabelece que o contrato de sociedade deve fixar todas as condições essenciais para que a operação possa ser efetuada. Entre elas, parece-nos que o contrato social deve, em especial, mas sem prejuízo de outras, fixar o valor da contrapartida ou o seu modo de cálculo, o modo e prazo de pagamento da contrapartida, a forma de redução de capital, a indicação das ações abrangidas pela amortização (todas ou certas classes), bem como os factos que determinam a amortização<sup>77</sup>. Saliente-se, pela sua relevância, que se for deliberada a amortização de ações com base num facto que não esteja previsto nos estatutos, a mesma será nula, já que o seu conteúdo viola norma legal imperativa.

Não estando previstas no contrato social todas as condições essenciais da amortização, de forma a permitir a sua qualificação como amortização imposta, deve a mesma ser qualificada como amortização permitida, carecendo, por conseguinte, como veremos, de uma deliberação da assembleia geral que complete, no omissio, as disposições estatutárias<sup>78</sup>.

Na amortização imposta, uma vez verificado o facto, contratualmente previsto, que impõe a amortização, compete ao conselho de administração ou ao conselho de administração executivo *declarar*<sup>79</sup> que as ações são amortizadas nos termos do contrato e executar o que para o caso nele estiver previsto, sem ponderação da conveniência ou oportunidade da medida no caso concreto e sem necessidade de prévia deliberação dos sócios.

Tal declaração deve ser impreterivelmente realizada nos noventa dias<sup>80</sup> posteriores ao conhecimento que o conselho de administração ou conse-

<sup>77</sup> Sobre as condições essenciais que devem estar estatutariamente previstas, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, pp. 450-451.

<sup>78</sup> RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 504.

<sup>79</sup> Segundo RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 503, a amortização ocorre automaticamente por força do contrato, posição essa com a qual, com o devido respeito, não estamos de acordo, na medida em que, no nosso entender, é a declaração do órgão de administração ou a deliberação da assembleia geral que tem efeito constitutivo, porquanto é sempre necessário que o órgão competente afira se se verificam ou não os factos habilitantes da amortização contratualmente previstos e os requisitos previstos no artigo 347.º, n.º 7, pelo que a amortização não pode, em nosso ver, operar *ipso facto*. Neste sentido, CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», p. 755 e JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital...», p. 82, nota 87.

<sup>80</sup> Este prazo, relativamente curto, tem por objetivo, conforme refere BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 423, evitar o prolongamento excessivo da situação de incerteza do titular das ações a amortizar relativamente ao destino destas.

lho de administração executivo tenha do facto<sup>81</sup>, sob pena de caducidade do direito da sociedade de amortizar as ações<sup>82</sup>.

Parece-nos, porém, que a atribuição legal de competência ao conselho de administração ou ao conselho de administração executivo para declarar esta amortização não exclui a possibilidade de ser a assembleia geral a deliberá-la. Com efeito, a amortização de ações implica a redução de capital social e esta, por sua vez, a alteração do contrato de sociedade, sendo-lhe por isso aplicável o disposto no artigo 85.º do CSC, nos termos do qual a alteração do pacto social depende de deliberação dos sócios, salvo se a lei admitir a atribuição *cumulativa* dessa competência a algum outro órgão, como sucede, a nosso ver, na amortização regulada no n.º 4 do artigo 397.º do CSC. Por conseguinte, sendo esta atribuição de competências ao conselho de administração e ao conselho de administração executivo uma competência cumulativa com a da assembleia geral, nada exclui que a deliberação de amortização de ações, ainda que imposta, seja adotada pela assembleia geral<sup>83</sup>.

Não obstante o CSC, ao contrário do estatuído no artigo 234.º, n.º 1 do CSC para a amortização de quotas, não impõe a comunicação da amortização ao acionista por ela afetado, parece-nos que tal comunicação deve ter lugar, desde logo para concretizar a amortização e o pagamento da contrapartida, quando a ela haja lugar, até porque, hoje em dia, com a proibição de ações ao portador, os titulares das ações são facilmente identificáveis pela sociedade<sup>84</sup>.

<sup>81</sup> A omissão do legislador sobre o momento em que se considera que o órgão de administração teve conhecimento do facto tem gerado controvérsia sobre a interpretação do preceito. Assim, por exemplo, para João LABAREDA, *Das Ações...*, pp. 334-335, «o conhecimento relevante existe logo que dele comungue a maioria dos membros necessária à formação da deliberação, pois a partir desse momento o órgão está já em condições de desencadear o processo, o que não acontece antes» ao passo que CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», p. 756 defende a aplicação analógica do n.º 2 do artigo 234.º, nos termos do qual basta o conhecimento do facto que permite a amortização por parte de um gerente.

<sup>82</sup> Considerando que a «convocação da assembleia geral dentro do prazo legal, ainda que para reunir em data ulterior ao termo do prazo, não constitui causa de suspensão ou de interrupção da caducidade do direito», cf. JOAQUIM TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», p. 107.

<sup>83</sup> Defendendo a competência cumulativa da assembleia geral, com base nos argumentos aqui explanados em síntese, cf. RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 504.

<sup>84</sup> Considerando que se o acionista não estiver presente na assembleia geral, apesar de convocado, a deliberação de amortização de ações que conduza à exclusão do acionista lhe deve ser comunicada, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p.485 e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 503, para quem entre os atos de execução remetidos para o órgão administrativo se inclui a comunicação da amortização ao acionista.

## ii. Amortização permitida

Sendo a amortização de ações permitida pelo contrato de sociedade, pode este fixar um prazo, não superior a um ano, para que a deliberação de amortização seja tomada, considerando-se que, na falta de disposição contratual, o prazo é de seis meses a contar da ocorrência do facto que fundamenta a amortização, sob pena de caducidade do direito (artigo 397.º, n.º 6 do CSC)<sup>85</sup>.

Assim, verificado o facto que, nos termos dos estatutos, permite que se proceda à amortização de ações, e dentro do prazo acima referido, cabe à assembleia geral deliberar sobre a oportunidade ou conveniência da amortização atendendo à situação concretamente verificada<sup>86</sup>, bem como fixar as condições necessárias para que a operação seja efetuada na parte que não constar dos estatutos, como por exemplo o valor da contrapartida (artigo 397.º, n.º 5 do CSC). Ou seja, compete à Assembleia Geral decidir se amortiza ou não as ações e, em caso afirmativo, definir as condições para a sua concretizar no que «respeita apenas ao *modus faciendi*» da amortização e não à elaboração do quadro de fundamentos que a legitimam»<sup>87</sup>, os quais devem estar concreta e previamente fixados no contrato de sociedade. A deliberação da assembleia geral que delibera a amortização tem, parece-nos, natureza constitutiva<sup>88</sup>.

Não obstante o artigo 347.º do CSC não estipule expressamente a necessidade de que a deliberação seja adotada por maioria qualificada, o facto de a amortização-extinção implicar a redução do capital social e esta, por sua vez, se traduzir numa alteração dos estatutos, levanta, naturalmente, a interrogação de saber se, para que a deliberação de amortização seja validamente aprovada pela assembleia geral, é ou não necessária a observância da maioria qualificada prevista nos n.ºs 3 e 4 do artigo 386.º do CSC.

Perfilhamos o entendimento daqueles Autores que defendem que, não sendo a redução de capital uma medida autónoma e diretamente visada pela deliberação de amortização, mas antes uma consequência que daquela decorre *ope legis*, não é necessário que a deliberação de amortização seja aprovada por uma maioria qualificada, sendo suficiente que a

<sup>85</sup> Considerando que a «convocação da assembleia geral dentro do prazo legal ainda que para reunir em data ulterior ao termo do prazo não constitui causa de suspensão ou de interrupção da caducidade do direito», cf. JOAQUIM TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», p. 107.

<sup>86</sup> Se for deliberada a amortização de ações com base num facto que não esteja previsto nos estatutos, a mesma será nula, já que o seu conteúdo viola norma legal imperativa.

<sup>87</sup> JOÃO LABAREDA, *Das Ações...*, p. 330.

<sup>88</sup> No mesmo sentido, RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 504.

deliberação seja tomada, salvo disposição contratual diversa, por maioria simples<sup>89</sup>. No entanto, será sempre necessário aferir casuisticamente qual a operação visada de forma direta e precípua pela sociedade e qual a operação utilizada como mero instrumento para a sua efetivação, pois circunstâncias podem haver em que a amortização seja o instrumento para

<sup>89</sup> De modo idêntico, vejam-se CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», p. 757, JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital...», pp. 86-87, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, pp. 390-391 e 393, que acrescenta também que o artigo 36.º, n.º 2 da Segunda Diretiva (correspondente ao atual artigo 79.º, n.º 2 da Diretiva (EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017) afasta expressamente a necessidade de maioria qualificada e ainda PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações...* p. 704. Sustentando a necessidade de maioria qualificada, cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, p. 395, ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, pp. 269-270, BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 424-425, JOÃO LABAREDA, *Das Ações...*, p. 330, RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 507, TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 347.º», p. 844 e, relativamente à amortização de quotas, JOAQUIM TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», p. 110. Refira-se que, de acordo com JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital...», p. 87, não obstante a amortização de ações não obedecer ao regime das alterações estatutárias, «àquele regime das alterações estatutárias deverá obedecer, sim, a deliberação de redução de capital social que efetive a amortização de ações». Sem prejuízo de esta última opinião poder ter algum cabimento para a amortização de quotas, que pode ou não ser acompanhada da redução de capital social, parecem-nos que, relativamente à amortização de ações com redução de capital social, sobre a qual ora discorremos, não faz sentido a existência de duas deliberações autónomas, uma visando a amortização e outra visando a redução de capital social, sujeitas a requisitos, nomeadamente ao nível dos quóruns constitutivo e deliberativo, diversos, na medida em que, ao contrário do que sucede na amortização de quotas, nesta situação a redução de capital social é, como diz COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 390, «implicação ou consequência necessária da deliberação de amortização – esta não visa alterar o estatuto, e não há uma consequente deliberação de redução do capital (nem podem os sócios optar entre a redução e outras soluções)», pelo que, sem prejuízo de melhor opinião, seria de mais que esta deliberação, consequência da deliberação de amortização e que se traduz em mera operação aritmética, tivesse de ser tomada por maioria qualificada. Aliás, sujeitar a deliberação de redução de capital social *eféito* da deliberação de amortização a uma deliberação autónoma e que tivesse de observar o regime aplicável à alteração de estatutos tornaria sempre necessário que, na sequência de uma *declaração* de amortização pelo órgão de administração, no caso de uma amortização imposta, a assembleia geral tivesse sempre de intervir logo de seguida para reduzir o capital social e consequentemente alterar os estatutos, o que frustraria o intuito do legislador de tornar dispensável a intervenção da assembleia de sócios quando a vontade destes tivesse já sido expressa, de forma completa, aquando da aprovação dos estatutos. Por isso, somos do entendimento de que basta que seja deliberada a amortização, sendo a redução de capital sua mera *consequência*, sem prejuízo, naturalmente, de a ata em que se delibere a amortização ter de deixar patente a nova redação do artigo dos estatutos onde se explicita qual o novo capital social da sociedade e de serem cumpridos, para efeitos registais, os pressupostos de que depende a alteração estatutária, nomeadamente a disponibilização da nova versão dos estatutos e a disponibilização da lista de sócios (artigo 59.º, n.º 2, CRCCom).

se operar uma redução de capital social diretamente visada pela sociedade e, por isso, não ser a amortização causa mas sim efeito da deliberação, situação em que se poderá justificar que o quórum deliberativo necessário para a sua aprovação seja o requerido para a alteração estatutária<sup>90</sup>.

Constitui igualmente uma *vexata quaestio* saber se o acionista pode ou não votar na deliberação de amortização das ações de que é titular. Parece-nos que a resposta a esta questão não será unívoca e dependerá de aferir se, no caso concreto, existe um conflito de interesses entre o acionista e a sociedade, questão essa para a qual será determinante saber qual o motivo concreto habilitador da amortização.

Assim, e salvo melhor opinião, nas situações em que exista um conflito de interesses entre o acionista e a sociedade, como sucederá por exemplo nas hipóteses em que o facto permissivo ou determinante da amortização é o incumprimento, pelo acionista, de obrigações legais ou contratuais ou a prática de atos lesivos do interesse social ou gravemente perturbadores do funcionamento da sociedade, somos do entendimento de que o acionista se encontrará impedido de votar na deliberação de amortização das ações de que é titular, por aplicação analógica do impedimento de voto previsto nos artigos 241.º, n.º 2 e 251.º, .º 1, al. d), ambos do CSC<sup>91</sup>, para a exclusão de sócios nas sociedades por quotas, sem prejuízo, naturalmente, de manter os direitos de poder ser convocado para a assembleia geral e de aí poder discutir as matérias objeto de deliberação<sup>92</sup>.

<sup>90</sup> Vide RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* pp. 506 e 507.

<sup>91</sup> Para ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, p. 269, nota 435, a solução deve ser encontrada por aplicação analógica, mas por recurso ao disposto no artigo 1005.º, n.º 1 do Código Civil, que estabelece que «a exclusão depende do voto da maioria dos sócios, não incluindo no número destes o sócio em causa...», ou seja, nas palavras do Autor, o sócio cujas ações são amortizadas não deve contar «para a grandeza sobre a qual é apurado o quórum necessário».

<sup>92</sup> para BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p. 484, a exclusão de sócios por via da amortização das ações de que este é titular deve «ser tomada em assembleia geral, para que deve ser convocado o sócio a excluir (que está impedido de votar, como se disse, mas não de participar na assembleia geral.)». Para COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 391-392 e 412, o sócio está impedido de votar quando se verifique uma situação de conflito de interesses com a sociedade, designadamente nos casos de exclusão de sócio. O referido Autor defende também que «a amortização compulsiva e com fundamento estatutário relativo à pessoa ou a comportamento do sócio identifica-se com a exclusão de sócio com fundamento estatutário». JOAQUIM TAVEIRA DA FONSECA, «Amortização de Quotas», p. 108, considera, ainda que a propósito da amortização de quotas, que «o sócio, titular da quota sobre a qual recai a deliberação de amortização, está, em princípio, impedido de votar pelo facto de se encontrar em relação à matéria da deliberação em situação de conflito de interesses – cf. n.º 1 do artigo 251.º do C.S.C. Tal impedimento sempre resultaria, de resto, do facto de, na maior parte das deliberações de amortização, o mesmo

Não obstante o CSC, ao contrário do estatuído no artigo 234.º, n.º 1 do CSC para a amortização de quotas, não imponha a comunicação da amortização ao acionista por ela afetado, parece-nos que tal comunicação deve ter lugar, desde logo para concretizar a amortização e o pagamento da contrapartida, quando a ela haja lugar, até porque, hoje em dia, com a proibição de ações ao portador, os titulares das ações são facilmente identificáveis pela sociedade<sup>93</sup>.

Cabe, por fim, pela sua atualidade, uma breve alusão ao artigo 5.º, n.º 3, da Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto, que aprovou o Regime Jurídico do Registo Central do Beneficiário Efetivo, o qual veio estabelecer que o incumprimento injustificado do dever de informação previsto no referido diploma legal pelo sócio, depois de interpelado para o efeito pela socie-

se encontrar expressamente previsto em relação à deliberação de exclusão – cf. artigo 251.º, n.º 1 d) do C.S.C.», Autor este que conclui acrescentando que «o facto de o sócio estar impedido de votar, não o priva do direito a ser convocado para a assembleia e de participar na discussão», opinião que suporta no Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 17.06.1996, publicado na *Coletânea de Jurisprudência*, Tomo III, p. 222. Já MARIA ELISABETE RAMOS, «Controlo de identidade...», p. 92, admite que a orientação a favor do voto pode sofrer desvios, «designadamente em matéria de amortização compulsiva em que, em certos casos, o sócio pode estar impedido de votar», exemplificando da forma que se segue «casos haverá em que ao sócio incumpridor interessa manter a sua participação social, especialmente se perspetivar que ela tem potencial de valorização e que o seu investimento através da participação ainda não foi devidamente remunerado e, por outro, à sociedade e aos sócios, em tais circunstâncias, pode interessar amortizar a quota». Para ANTÓNIO SOARES, *O Novo Regime...*, pp. 15 e ss., os sócios, mesmo que não possam votar, devem ser convocados para as assembleias gerais e deve ser-lhes reconhecido o direito de participar na discussão da proposta de amortização, na medida em que a opinião e argumentos aduzidos por estes poderiam «influir no resultado da votação e levar os outros sócios ou algum ou alguns deles a abster-se de votar a deliberação de amortização (...), sendo que, em relação ao direito de voto propriamente dito, o referido Autor entende que o sócio estará impedido de votar «sempre que na amortização tiver um interesse individual diretamente oposto ao interesse da sociedade», como sucederá, nomeadamente, nas situações em que a amortização tem por intuito a exclusão do sócio. O referido autor admite, porém, que o sócio possa votar nas hipóteses de amortização compulsiva quando o facto permissivo diga respeito «não à sua pessoa, ou ao seu comportamento, mas à quota objetivamente considerada».

<sup>93</sup> Considerando que se o acionista não estiver presente na assembleia geral, apesar de convocado, a deliberação de amortização de ações que conduza à exclusão do acionista lhe deve ser comunicada, cf. BRITO CORREIA, *Direito Comercial...*, p.485 e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 503, para quem entre os atos de execução remetidos para o órgão administrativo se inclui a comunicação da amortização ao acionista. Em sentido diverso, ainda que a propósito da amortização de quotas, MARIA MIGUEL CARVALHO, «Algumas questões...», p. 222, considera que a comunicação deve efetuar-se mesmo que o sócio tenha participado na assembleia geral e/ou na deliberação.

dade, permite a amortização das suas participações sociais nos termos do disposto no artigo 347.º, não especificando, porém, se se trata de uma amortização imposta ou de uma amortização permitida.

Sufragamos, quanto a este conspecto, o entendimento de MARIA ELISABETE RAMOS<sup>94</sup>, para quem se trata de uma amortização permitida, quer pelo teor literal do artigo 5.º, n.º 3, onde se diz que o incumprimento «permite a amortização...», quer porque parece mais congruente com o regime legal que se confira aos acionistas a possibilidade de ponderar a oportunidade de amortização de ações, nomeadamente, como diz a Autora, se o incumprimento daquele dever é «sufficientemente grave para justificar a amortização das ações e a consequente redução do capital social». A estes argumentos acrescenta ainda que o facto legitimador da amortização, relativamente aos contratos celebrados em momento anterior à entrada em vigor da referida lei, não contemplavam como facto habilitador da amortização o incumprimento do dever de informação aí previsto, pelo que a amortização automática das ações em caso de incumprimento seria particularmente gravosa.

Parece-nos ademais defensável que, cabendo a última palavra à assembleia geral, esta possa votar livremente quer a favor quer contra a proposta de amortização, porquanto, atenta a letra da lei, nos parece que aquilo que ia na *mens legislatoris* era introduzir um fator legalmente habilitador da amortização e não impor aquela consequência às sociedades e aos seus acionistas, que são, assim, parece-nos, livres de votar a favor ou contra a proposta de amortização<sup>95</sup>.

### **iii. Amortização de ações com o consentimento do acionista**

A lei é omissa quanto à possibilidade de a amortização de ações ter por fundamento o consentimento do seu titular, dada na própria deliberação (votando-a favoravelmente) ou por documento anterior ou posterior a esta, à semelhança do que se encontra previsto no n.º 3 do artigo 233.º do CSC para a amortização de quotas<sup>96</sup>.

<sup>94</sup> «Controlo de identidade...», p. 95.

<sup>95</sup> Em sentido idêntico, *vide* MARIA ELISABETE RAMOS, «Controlo de identidade...», p. 93.

<sup>96</sup> Onde, porém, «esta via só estará ao dispor da sociedade se existir no estatuto uma previsão expressa ou tácita», pois se do contrato de sociedade não constar *nem* uma autorização genérica de a sociedade amortizar quotas mediante consentimento, nem uma qualquer cláusula (embora específica) de amortização da qual se possa *extraír, por via oblíqua ou indireta*, a autorização para a sociedade amortizar quotas, o artigo 232.º, 1 veda a possibilidade de amortização *mesmo com o consentimento do sócio*, já que a amortização não é permitida, nesse caso, *nem pela lei, nem pelo contrato: a quota não é amortizável*,

Entre nós, tem-se defendido, de forma relativamente consensual<sup>97</sup>, a admissibilidade da chamada «amortização por acordo» para as sociedades anónimas em termos *grosso modo* semelhantes aos que são admitidos para a sociedade por quotas, por várias ordens de razão, a saber: a lei não a proíbe expressamente; não parece lesar nenhum interesse societariamente tutelável; os credores sociais não são prejudicados, na medida em que o capital social será reduzido nos termos legais; e o próprio titular das ações a amortizar não é lesado, na medida em que a amortização depende, nestes casos, do seu consentimento, entendimento este que perfilhamos.

como refere CAROLINA CUNHA, «Artigo 233», *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (Coord. COUTINHO DE ABREU), Vol. III, Almedina, Coimbra, 2011, p. 505.

<sup>97</sup> Sufragando este entendimento, cf. CAROLINA CUNHA, «Artigo 347», p. 753, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, p. 393, nota 957, JOANA TORRES EREIRO, «A redução do capital...», p. 82, nota 85, JOÃO LABAREDA, *Das Ações...*, p. 332 e RAÚL VENTURA, *Estudos Vários...* p. 505. Em sentido contrário, cf. TIAGO SOARES DA FONSECA, «Artigo 347.º», p. 843, nota 4.

**RESUMO:** Os *Family Offices* são, hoje, um dos apoios mais significativos das famílias empresárias, dando resposta aos problemas que o seu núcleo já não mais consegue [de forma eficiente] combater, e satisfazendo interesses tangíveis e intangíveis, não só do património familiar, como também, e sobretudo, da própria família. Apesar de permanecerem relativamente esquecidos pela investigação jurídica, uma leitura atenta da Diretiva 2011/61/UE, relativa aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos, poderá vir a mudar esse cenário e despertar as atenções em torno dos *Family Offices*.

**Palavras-chave:** Família; Empresa Familiar; *Family Office*; Governação Familiar; Fundos de Investimento Alternativos.

**ABSTRACT:** *Family Offices* are nowadays one of the family business' most significant supports, addressing those core problems that the family can no longer [effectively] fight, and satisfying the tangible and intangible interests not only of the family wealth, but also, and mainly, of the family itself. Though they remain relatively forgotten by the legal research, a careful reading of the Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers, could change the scenario and draw attention around the *Family Offices*.

**Keywords:** Family; Family Firm; *Family Office*; Family Governance; Alternative Investment Funds.

INÊS NEVES\*

## Os *Family Offices* como estrutura de Governação Familiar: contributos para um esboço da figura

### 1. Introdução<sup>1</sup>

As empresas familiares são, hoje, exemplo cabal de como o Direito é muitas vezes justificado e chamado a regular os factos num *a posteriori*, que o impede de precaver um sistema balizado de remédios. Multiforme

<sup>1</sup> O texto agora levado à estampa corresponde, com adaptações, ao trabalho final, apresentado no XVII Curso de Pós-Graduação em Direito das Empresas (Sociedades; CPI), no Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho (IDET), Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, no ano de 2019, realizado sob orientação do Senhor Professor Doutor Alexandre de Soveral Martins, a quem agradeço e dedico o presente escrito, pois a ele muito se deve.

\* Assistente convidada na Faculdade de Direito da Universidade do Porto. Investigadora Colaboradora no Centro de Investigação Jurídico-Económica (CJJE). Advogada Estagiária na Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados.

e heterogéneo, o conflito entre as forças<sup>2</sup> família, património e empresa, está ainda, – e quiçá fatalmente –, longe de encontrar uma *one-size-fits-all solution*, o que afasta toda e qualquer possibilidade de abstração. Reconhecemos que a «inviabilidade» de que falamos assustará o jurista conceptualista<sup>3</sup>. Todavia, uma vez não ultrapassada, ela acabará obstaculizando o tratamento jurídico das empresas familiares e da riqueza acumulada pelas famílias. Há, por conseguinte, que ir provando à saciedade que nem as primeiras nem a segunda podem quedar presas nas amarras, seja dos conceitos, seja da tipicidade societária, seja, ainda, dos institutos jurídicos «tradicionalis», pois que isso significaria sobrelevar a empresa e o património, em detrimento da família... quando os pratos da balança talvez justifiquem o desequilíbrio contrário. Assim, além da flexibilização dos tipos societários – quando, e dentro dos limites do consentido por lei – há, em nosso ver, que apostar em estruturas atípicas que recordem à família aquilo que ela é, e que, acima de tudo, evitem os conflitos que os laços familiares inelutavelmente despoletam.

Elementos como o Protocolo Familiar e o Conselho de Família vão já sendo apontados pela Doutrina como auxiliares úteis da Governação Familiar. Não obstante, eles acabam revelando as suas insuficiências, quando o património familiar atinge valores consideráveis, altura em que, nem eles, nem os órgãos típicos da empresa familiar, são capazes de gerir os interesses divergentes e de, se não incrementar, pelo menos preservar a riqueza acumulada. É aí que o *Family Office* surge – atrevemo-nos dizê-lo

<sup>2</sup> O modelo das três esferas é apenas um de entre os vários modelos explicativos da tensão existente no seio da empresa familiar, existindo, ainda, o modelo de Donckels e Frölich (modelo holístico da empresa familiar e do seu entorno); o modelo dos cinco círculos, proposto por Amat Salas; modelos evolutivos tridimensionais; modelos baseados na direção estratégica, entre muitos outros.

<sup>3</sup> Recordemos que é Puchta o nome por detrás da Jurisprudência dos Conceitos. Como bem refere Larenz, «Foi PUCHTA quem, com inequívoca determinação, conclamou a ciência jurídica do seu tempo a tomar o caminho de um sistema lógico no estilo de uma «pirâmide de conceitos», decidindo assim a sua evolução no sentido de uma «Jurisprudência dos conceitos formal». Denota, ainda, Larenz: «À largura corresponde a compreensão e à altura a extensão (o âmbito da aplicação) do conceito «abstracto». O ideal do sistema lógico é atingido quando no vértice se coloca o conceito mais geral possível, em que se venham a subsumir, como espécies e subespécies, todos os outros conceitos, de sorte a que de cada ponto da base possamos subir até ele, através de uma série de termos médios e sempre pelo caminho da eliminação do particular» – KARL LARENZ, *Metodologia da Ciência do Direito*, 3.<sup>a</sup> ed., Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, trad. de José Lamego, 1997, p. 23. Cremos que a heterogeneidade do conceito «empresa familiar» parece inviabilizar a criação de um conceito generalíssimo, passível de abranger as idiossincrasias de todas elas [empresas familiares].

– como a realidade mais adequada<sup>4</sup>, não só pela *expertise* e especialização, mas, sobretudo, pela confiança, capacidade de resposta rápida e sem hiatus e pela transparência<sup>5</sup>.

A escassa atenção de que é alvo – inclusive, e sobretudo a nível nacional<sup>6</sup> – justifica traçar um esboço da figura do *Family Office* e do seu *rationale*, contribuindo para a compreensão daquela que é mais uma das idiossincrasias das famílias empresárias.

A esse propósito, começaremos, precisamente, por firmar um dos principais pressupostos da nossa construção. Entendemos que a caracterização que se faça de uma qualquer estrutura de Governação (ancilar da família) terá forçosamente de reconhecer a volatilidade da realidade sobre que assenta, moldando-se, por isso, à realidade que pretende auxiliar<sup>7</sup>. E é precisamente esta capacidade de adaptação que se constata ocorrer nos *Family Offices* (doravante 'FO', quer para o plural, quer para o singular)<sup>8</sup>. Como segunda nota prévia, e na medida em que os enquadrados numa estrutura de Governação Familiar<sup>9</sup>, haverá que recordar as idiossincrasias da *Corporate Governance*, aplicada à família, e reconhecer a importância

<sup>4</sup> Considerando, de igual modo, o *Family Office* como a estrutura adequada para lidar com níveis de complexidade superiores, vide JORGE RODRIGUES/MARIA AMÉLIA ANDRÉ MARQUES, «Governance bodies of family business», *Revista de Empresa Familiar*, 2013, 3, 1, p. 52.

<sup>5</sup> Idem, *ibidem*, p. 56.

<sup>6</sup> E, também, a nível internacional. Não obstante a atenção que tem começado a ser votada à figura, o número de artigos científicos a ela dedicados é, ainda, diminuto. De acordo com o levantamento feito no documento de Trabalho 1/2016, de junho de 2016, pela Universidade de Vigo: «Interest in the study of FOs has grown recently, and this can be seen in the fact that 57% of the contributions are concentrated in the last five years of the period chosen for the study (table 3) The FBR is the journal with the most articles (13), followed by the JFBS (5), and then the ETP and JBR (3 and 2, respectively). All the other journals have only 1 article each on the topic» – veja-se ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR/ALBERTO VAQUERO-GARCÍA, «Family Office: A New Category In Family Business Research?», disponível em: <http://infogen.webs.uvigo.es/WPC/WP1601.pdf>, [último acesso em 23.08.2019].

<sup>7</sup> Estabelecendo uma analogia entre os *Family Offices* e as pessoas, dado que os primeiros também começam jovens, amadurecendo ao longo dos tempos e adaptando-se ao ambiente circundante, adaptação esta semelhante à verificada no decurso de um casamento, vide JAMES GRUBMAN/DENNIS T. JAFFE, «The resilient single family office: a development perspective», *The International Family Offices Journal*, 2018, 8, pp. 18 e 23.

<sup>8</sup> Pelo menos, numa das modalidades de *Family Office* de que trataremos.

<sup>9</sup> Enquadramento que, segundo cremos, parece não ser unânime entre os Autores, havendo quem relegue a função de *family governance* para as funções ocasionais do *Family Office*. Vide, BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», *The Journal of Wealth Management*, 2001, 4, 2, p. 18.

de mecanismos próprios que se engendram, precisamente, para tratar de especificidades, também elas, próprias. Tratadas estas notas iniciais, estaremos em condições de caracterizar os FO, adotando um conceito operativo, funcional e categorizado, que visará facilitar as investigações que se sigam sobre a figura. Aludiremos às funções que os FO poderão ser chamados a desempenhar, analisando, também, a miríade de estruturas jurídicas em que a prestação desses serviços poderá assentar. Deternos-nos-emos, depois, sobre a Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, cuja proximidade com os FO poderá não parecer evidente. Terminaremos, enfim, com a própria governança dos FO.

Certos de que a extensão do trabalho nos não permite cobrir todas as questões, optamos por focar, aqui, os pontos merecedores de maior atenção.

Que estas nossas breves considerações iluminem o estudo da figura, é o que pretendemos com as pistas aqui lançadas!

## 2. Famílias, empresas familiares e riqueza

Na origem de um FO está, normalmente, uma empresa familiar, a qual pode, na verdade, ser configurada como o «investimento inicial»<sup>10</sup>, isto é, a fonte produtora de um nível de riqueza que tornará necessário repensar a gestão do património que se almeja, mais do que engrandecer, preservar para legar. Dizemos normalmente, na medida em que se admite que o FO possa, de igual modo, surgir associado à obtenção repentina de níveis de riqueza exacerbados, desta feita por jovens empreendedores, cujas famílias receiam que tamanha e repentina alteração de *status* envolva mais problemas do que vantagens. Também neste cenário, cremos ter o FO um papel de relevo a desempenhar, servindo, por conseguinte, como uma garantia da boa gestão do dinheiro, em benefício da [de toda a] família<sup>11</sup>.

Independentemente do aparte, o certo é que, na maioria dos casos, o FO resulta da necessidade de responder a um desafio duplo, que advém, precisamente, do sucesso da empresa familiar – a gestão da empresa e a

<sup>10</sup> Sobre a ideia, vide DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», *Der Gesellschafter*, 2016, 45, 6, p. 378.

<sup>11</sup> Sobre o tema, BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 16.

gestão da família e da sua fortuna <sup>12</sup>. A ponto de se poder, sem dúvida, afirmar que os «FO são quase sempre mais o resultado do sucesso da empresa familiar, do que a sua origem» <sup>13</sup>.

Com efeito, mesmo quando o FO permaneça após a transmissão da empresa – ou inclusive quando verdadeiramente resulta dessa mesma realidade translativa <sup>14</sup> – o retrato do FO não poderá desligar-se da sua origem típica, que é a empresa familiar.

E se o conceito de empresa familiar é, tal como sustentam alguns Autores<sup>15</sup>, mais sociológico do que jurídico, tal não merece espanto, dado que as próprias fronteiras da família face a realidades para-familiares parecem, hoje, esbater-se <sup>16</sup>. Seja como for, foi essa indefinição que, até ao ano de 2009, e mesmo depois dele, alimentou o debate em torno do conceito relevante de empresa familiar, coincidindo a Doutrina em alguns pontos

<sup>12</sup> No mesmo sentido, RAPHAEL AMIT/HEINRICH LIECHTENSTEIN/M. JULIA PRATS/TODD MILLAY/LAIRD P. PENDLETON, «Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context», Wharton University of Pennsylvania, University of Navarra Spain, p. 33, disponível em: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2013/09/1354.pdf>, [último acesso em 18.12.2019]. Vide, ainda, White S., «Cradle to Grave: Family Offices Manage Money for the Very Rich», 1978 apud LUNA GLUCKSBERG/ROGER BURROWS, «Family offices and the contemporary infrastructures of dynastic wealth», *Sociologica*, 2016, 2, p. 9: «Most of all, family offices have served as a unifying force, keeping the money intact as the families have moved out of the entrepreneurial, risk-taking business that formed the basis for the wealth». Também, CLEA BEATRIZ MACAGNAN/CAROLINE ORTH/JOÃO ZANI, «The Institutionalisation of Family Offices in Brazil», *The Journal of Wealth Management*, 2014, p. 6, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2764241>, [último acesso em 18.12.2019].

<sup>13</sup> NATHAN CROW/GREGORY S. CRESPI, «The Family Office Exclusion Under the Investment Advisers Act of 1940», *SMU Law Review*, 2016, 69, 1, p. 100.

<sup>14</sup> Podendo, inclusive, a origem do FO encontrar-se nessa mesma transação que, de repente, deixa os familiares simultaneamente com um património líquido significativo nas mãos, e sem o staff da empresa, para se encarregar das necessidades familiares e pessoais de cada um dos membros da família. Neste sentido, BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 16.

<sup>15</sup> É o caso de Fernando Rodriguez, para quem se trata «más un concepto sociológico que un concepto jurídico, al menos por el momento, en tanto no existe un ordenamiento sistemático sobre la figura que permita visualizar claramente su alcance» – FERNANDO RODRIGUEZ, «Sociedad de Responsabilidad Limitada y Empresa Familiar», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2003, 21, p. 16.

<sup>16</sup> Conforme Rute Teixeira Pedro, «o direito passou a aceitar, reconhecendo, formas diversas de organização familiar» – RUTE TEIXEIRA PEDRO, «Breves reflexões sobre a proteção do unido de facto quanto à casa de morada de família propriedade do companheiro falecido», in *Textos de Direito da Família: para Francisco Pereira Coelho*, Coimbra, Imprensa da Universidade de Coimbra, 2016, p. 308.

<sup>17</sup>, e divergindo noutros, designadamente na exigência de que a empresa já houvesse sobrevivido a um processo de sucessão. Seja como for, a querela veio a «estabilizar», com o *Final Report Of The Expert Group Overview Of Family–Business–Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures And Existing Studies*, documento no qual a Comissão Europeia apresentou um conceito «uniforme» de empresa familiar<sup>18</sup>. Não obstante, e sem prejuízo da mais-valia inerente ao emprego de uma definição comum, não cremos ser esta uma fórmula sacramental, que possa ser lida, sem as lentes críticas da realidade, sob pena de – ainda quando preenchidos os critérios avançados pela Comissão Europeia – se sacrificar a subsunção de determinadas realidades ao conceito<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Para um resumo dos vários conceitos avançados vide PAULA ANDREA MOLINA PARRA/ SERGIO BOTERO BOTERO/JUAN NICOLÁS MONTOYA MONSALVE, «Empresas de familia: conceptos y modelos para su análisis», *Pensamiento & Gestión*, 2016, 41, pp. 120-122.

<sup>18</sup> A definição proposta de «empresa familiar» implica, pois, a verificação dos seguintes critérios: a) A maioria dos direitos de decisão está na posse do(s) fundadore(s) da empresa, ou na posse da(s) pessoa(s) que adquiriu (adquiriram) o capital social da empresa, ou, ainda, na posse dos seus cônjuges, pais, filhos, ou herdeiros diretos dos filhos; b) Os direitos de decisão são, na sua maioria, diretos ou indiretos; c) Pelo menos um membro da família, ou um seu familiar, está formalmente envolvido na gestão da empresa; d) A pessoa que fundou ou adquiriu a empresa, a sua família ou os seus descendentes, possuem pelo menos 25% dos direitos de decisão mandatados pela sua participação no capital. Tradução livre para português, documento disponível em: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/10388/attachments/1/translations/en/renditions/pdf>, [último acesso em 23.08.2019].

<sup>19</sup> Com o emergir das chamadas realidades «para-familiares», e sem que adiremos aqui a qualquer expansão do conceito de família, perguntamos: qual a diferença, para este efeito, entre os cônjuges e os unidos de facto? Ou qual a diferença entre a empresa vir a encontrar-se «nas mãos» de um enteado, porquanto mais interessado na empresa familiar, ou de um filho? Deixará a empresa, por isso, de ser «familiar»? Cremos, assim, que a análise casuística dos factos não pode ser, *in casu*, abandonada e que a orientação ganharia, talvez, com a adoção de um conceito tipológico, semelhante ao que vem sendo adotado em outros diplomas. A título de exemplo, veja-se o que informa a *European Securities and Markets Authority* ('ESMA'), a propósito do conceito de família, para efeitos do disposto na Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos. Aí, «a expressão «membros da família» significa o cônjuge de um indivíduo, a pessoa que vive com este numa relação íntima e monogâmica em economia conjunta e numa base estável e duradoura, bem como os familiares em linha direta, irmãos, tios, tias, primos em primeiro grau e os dependentes do indivíduo» – cf. ESMA, «Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA», ESMA/2013/611, 13.08.2013. No mesmo sentido vai o Direito norte-americano, quando, na *Advisers Act Rule 202(a)(11)(G) – 1*, comumente designada de «*Family Office Rule*» (norma aprovada pela *Securities and Exchange Commission* ('SEC')), em 2011, e que veio, como veremos, excluir os *family offices* do conceito de «*investment advisers*», para efeitos da aplicação do regime do *Investment Advisers Act*, de 1940). Aí se esclarece que

O que importa, desde já, fazer – e talvez sobremaneira – é, com base num exercício de delimitação negativa, «desmistificar» a empresa familiar, e, com isso, afastar os preconceitos que normalmente a rodeiam. Entre eles, a ideia de que as empresas familiares nada mais seriam do que um subtipo de Pequenas e Médias Empresas ('PME')<sup>20</sup>, ou a conceção de que corresponderiam, afinal, a estruturas artesanais rudimentares. Nada mais falso. Como o comprovam os FO<sup>21</sup>, as empresas familiares podem e frequentemente correspondem a grandes unidades ou células da sociedade<sup>22</sup>, podendo assentar numa variedade de estruturas jurídicas, e assumir o tipo societário que melhor se lhes adequar, incluindo o de «sociedade anónima cotada»<sup>23</sup>. Acresce que estudos demonstram como as empresas familiares na Europa e nos Estados Unidos, correspondem, efetiva e significativa-

«Family member means all lineal descendants (including by adoption, stepchildren, foster children, and individuals that were a minor when another family member became a legal guardian of that individual) of a common ancestor (who may be living or deceased), and such lineal descendants' spouses or spousal equivalents; provided that the common ancestor is no more than 10 generations removed from the youngest generation of family members». Trata-se, pois, de normas que revelam a sua abertura aos novos fenómenos do Direito da Família.

<sup>20</sup> Segundo Gallo e Ribeiro, «a opinião pública tende a confundir Empresa Familiar com Pequena e Média Empresa, sem saber que muitas das maiores empresas de um país são Empresas Familiares, ou com qualquer tipo de negócio “individual” ou “artesanal” que tantas pessoas põem em marcha para ajudar às necessidades económicas da sua família, mas sem intenção ou possibilidade de importantes desenvolvimentos ou de que outros membros da família continuem a empreender com risco» – apud ANTÓNIO DE JESUS COELHO, «Aspectos críticos numa empresa familiar: estudo de um caso», *Revista da Escola Superior de Gestão*, 2002, I, 1, p. 52.

<sup>21</sup> De acordo com RICHARD C. WILSON, *The Single Family Office, Single Family Office Management*, 2014, p. 9: «With so much new wealth creation, single and multi-family offices have emerged as a preferred structure to handle the needs of high net worth individuals and ultra-high net worth individuals. The family office model provides a much-needed structure for managing wealth and all of the important services that are used by exceptionally affluent families».

<sup>22</sup> Desmistificando a mesma ideia, veja-se o que sustentam, STOJAN DEBARLIEV /, ALEKSANDRA JANESKA-ILIEV, «Family business characteristics and differences: Some insights from the developing countries», *International Conference Challenges of Europe: Growth, Competitiveness and Inequality*, Split, Faculty of Economics, University of Split, 2015, p. 45 – «Despite the common perception that family business is considered to be in most cases small business, it could be stressed that the largest companies are indeed family business. Companies such as Cargill, Bosch, Volkswagen, BMW, Fiat, Ford, Bosch are family owned and controlled».

<sup>23</sup> Como o recorda ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Pais, filhos, primos e etc., Lda»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução)», DSR, 2013, 5, 10, p. 40.

mente, a grandes empresas<sup>24</sup>. Ora, é precisamente sob este pano de fundo que a intervenção dos FO se revela mais premente<sup>25</sup>.

### 3. A corporate governance familiar

A «difícil tarefa de articular a família, a propriedade (...) e a empresa (societária)»<sup>26</sup> justifica a necessidade de a família empresária se servir, não só de estruturas de governação eficientes, como também de processos de legitimação das decisões, que garantam a transparência e a prestação de contas. Só assim se permitirá, de facto, «não só «proteger a empresa para a família», mas também «proteger a empresa perante a família»<sup>27</sup>. Talvez mais do que nas sociedades comuns, a empresa familiar justifica, então, que a família implemente boas práticas de governança, porquanto «é a preservação de um legado, é a sustentação de um sonho e a base para a formação de um clã de família empresária»<sup>28</sup>. Acontece, porém, que também aqui as específicas «fraquezas» das sociedades familiares e as fragilidades da família empresária justificam um olhar diferente sobre a *corporate governance*<sup>29</sup>, o que motiva, aliás, a existência de códigos vários sobre o

<sup>24</sup> Vide, por exemplo, o documento do Credit Suisse «The CS Family 1000 in 2018», onde se refere que «For Europe and North America, we have a slight bias toward companies with a market cap of USD 7 billion or more. In the case of Non-Japan Asia, however, small caps dominate the family owned space with 287 companies compared to 124 that have a market capitalization of USD 7 billion or more» – disponível em: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/the-cs-family-1000-in-2018.pdf>, [último acesso em 23.08.2019].

<sup>25</sup> E isto porque a «empresa familiar comporta problemas únicos que lhe advêm da confusão entre relações familiares e profissionais que se geram no seu seio. Fonte de fraquezas ou de vantagens, essas relações têm de ser convenientemente geridas para que a empresa familiar possa ter sucesso. Se algumas têm falhado, outras há que podem ser apresentadas como líderes e conseguiram, precisamente porque souberam aproveitar o que de melhor têm as empresas familiares – a família» – cf. ANA MARIA USSMAN, «As empresas familiares: características e problemática», *Estudos de Gestão*, 1996, 3, 1, p. 24.

<sup>26</sup> ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Pais, filhos, primos e etc., Lda»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução)», cit., pp. 40-41.

<sup>27</sup> ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Governação das empresas familiares em Portugal. Algumas notas sobre as sociedades por quotas», DSR, 2015, 8, 15, p. 13.

<sup>28</sup> CLÁUDIA TONDO, *Desenvolvendo a empresa familiar e a família empresária*, Porto Alegre, Sulina, 2008, p. 127.

<sup>29</sup> Seguimos a definição apresentada por Coutinho de Abreu, que a entende como o «complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades» – J.

tema<sup>30</sup>. Estamos, assim, com os que consideram que «o objetivo de uma regulação das relações familiares através da concretização de um sistema de *Family Governance* será o de encarar a família empresária numa perspectiva de organização e de boas práticas de gestão, capazes de fazer com que o património empresarial seja preservado e transmitido à geração futura, sem qualquer tipo de rutura»<sup>31</sup>.

E, por conseguinte, poderá, por vezes, tornar-se necessário um aparente «sobredimensionamento da dimensão material ou patrimonial», em detrimento da «dimensão familiar ou afetiva» – talvez até com o recurso à *expertise* de terceiros –, com o propósito de assegurar a realização daquele que é um sonho de todos, cuja concretização é, todavia, encarada, por esse todo, de forma distinta.

### 3.1. A institucionalização de estruturas de *Family Governance*

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico ('OCDE'), existem várias soluções que, uma vez adaptadas à concreta família empresária, poderão contribuir para uma melhor governação no seio da empresa e da própria família. Se é verdade que a customização acaba por ser o *punctum crucis* de toda e qualquer uma das opções, não menos certo é que existe já um leque bem conhecido delas, havendo quem entenda servirem níveis distintos de complexidade<sup>32</sup>. Assim, para

M. COUTINHO DE ABREU, *Governação das sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 7.

<sup>30</sup> Vejam-se, entre outros, o «Code G: Governance Guide for Families and their Businesses», disponível em: [https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/swisscode\\_family\\_firms\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/swisscode_family_firms_en.pdf), [último acesso em 23.08.2019]; o «IFC Family Business Governance Handbook», disponível em: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/ifc+cg/resources/guidelines\\_reviews+and+case+studies/ifc+family+business+governance+handbook](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resources/guidelines_reviews+and+case+studies/ifc+family+business+governance+handbook), [último acesso em 23.08.2019]; e o «Governance Guide For Family-Owned Businesses», disponível em: [https://www.riinvestinstitute.org/uploads/files/2016/September/20/GOVERNANCE\\_GUIDE\\_FOR\\_FAMILY OWNED\\_BUSINESSES1474378025.pdf](https://www.riinvestinstitute.org/uploads/files/2016/September/20/GOVERNANCE_GUIDE_FOR_FAMILY OWNED_BUSINESSES1474378025.pdf), [último acesso em 23.08.2019].

<sup>31</sup> RITA LOBO XAVIER/EMÍLIA RITA FERREIRA, «O sistema de *Family Governance* como parte integrante do bom governo da empresa familiar», in *Roadmap para empresas familiares: mapeamento, profissionalização e inovação*, Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS-NOVA-UMinho), 2018, p. 153.

<sup>32</sup> Neste sentido ERNESTO J. POZA, «Family Governance: How Leading Families Manage the Challenges of Wealth», Family Governance White Paper, Credit Suisse, 2010: «While the strategy has to be tailored to each particular family, boards with independent advisors, family councils, family offices, family constitutions, estate and ownership control planning and committees of the family (e.g., investment, strategic planning, and

além de documentos como o Protocolo Familiar – aliás, já instituído em Itália e em Espanha<sup>33</sup> –, enquanto «conjunto de normas que pretendem regular as relações entre a família e a empresa, deixando claro à partida como devem funcionar «as coisas»<sup>34</sup>, algumas estruturas e órgãos atípicos<sup>35</sup>, como a Assembleia de Família<sup>36</sup> e o Conselho de Família<sup>37</sup>, poderão contribuir para antecipar ou minorar litígios, evitando a «perda do sentido de organização na empresa familiar»<sup>38</sup>.

Rita Lobo Xavier define, pois, *Family Governance* como a «estrutura de tipo organizacional e regras de procedimento destinadas a estabelecer a comunicação entre os membros da família empresária e entre esta e a empresa familiar em tudo que diga respeito às relações entre a família e a empresa»<sup>39</sup>, devendo a sua concretização incidir «sobretudo no plano

philanthropy committees) are all part of the structure». Sobre a adequação de cada uma das alternativas ao nível de complexidade da família, vide JORGE RODRIGUES/MARIA AMÉLIA ANDRÉ MARQUES, «Governance bodies of family business», cit., p. 52.

<sup>33</sup> Para uma análise dos mesmos, ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Pais, filhos, primos e etc., Lda»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução), cit., pp. 42-43 e p. 70 e ss.

<sup>34</sup> ANA MARIA USSMAN, *Empresas Familiares*, Lisboa, Edições Sílabo, 2004, p. 97.

<sup>35</sup> Sem que a sua atipicidade bula com o princípio da tipicidade taxativa, conforme sublinha ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Pais, filhos, primos e etc., Lda»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução), cit., pp. 59-60.

<sup>36</sup> A quem poderão caber competências como as de «a) Garantir a coesão da Família Empresária, b) Manter a vigência e transmitir os principais valores da Família Empresária; c) Promover a integração dos novos membros da Família e fomentar o estreitamento das relações interpessoais; d) Salvaguardar a autonomia da empresa e da família, respeitando o âmbito do exercício das respetivas competências; e) Eleger o Conselho de Família e aprovar o seu Regulamento de Competências; f) Participar nos processo de sucessão na liderança e na propriedade; g) Assegurar o cumprimento do Protocolo Familiar; h) Promover a atualização do Protocolo Familiar, atuando de acordo com as respetivas estipulações e no espírito associado ao mesmo, nomeadamente quanto à possibilidade de serem introduzidas modificações e à sua própria extinção» – RITA LOBO XAVIER/ANTÓNIO NOGUEIRA DA COSTA, «O reconhecimento legal das estruturas de gestão da família empresária institucionalizada», in *Roadmap para empresas familiares: mapeamento, profissionalização e inovação*, Centro Interdisciplinar de Ciências Sociais (CICS.NOVA-UMinho), 2018, p. 180.

<sup>37</sup> Que pode ser entendido como «órgão máximo de decisão e dinamização da Família Empresária e tem como principais funções a gestão operativa da Família Empresária, nos termos previstos pelo Protocolo Familiar, ou de delegação da Assembleia de Família, e a representação da Família perante entidades externas ou a solicitação da Empresa Familiar» – RITA LOBO XAVIER/ANTÓNIO NOGUEIRA DA COSTA, «O reconhecimento legal das estruturas de gestão da família empresária institucionalizada», cit., p. 180.

<sup>38</sup> ANA MARIA USSMAN, «As empresas familiares: características e problemática», cit., p. 21.

<sup>39</sup> RITA LOBO XAVIER, *Sucessão familiar na empresa: a empresa familiar como objecto da sucessão mortis causa*, Porto, Universidade Católica Editora, 2017, p. 68.

da articulação entre a gestão das participações sociais que controlam a empresa, a gestão da atividade da própria empresa e a gestão das relações entre os membros da família empresária»<sup>40</sup>. Esta definição, ainda que perfeitamente concatenada com as estruturas atípicas supramencionadas, peca por defeito, por apenas tratar da relação entre a família e a empresa, havendo, ainda – desta feita na vertente da propriedade – que cuidar da gestão do património familiar, sob o ponto de vista, não só civil, mas também comercial e fiscal. E é precisamente [também] para tratar desta dimensão, que surgem os FO. Motivo que justifica integrá-los no leque de estruturas de governação corporativa familiar. Trata-se, afinal, de «organizações» cujos *inputs* visam gerir e compatibilizar as esferas familiares conflituantes, através do desenvolvimento e planeamento de soluções que, preservando e fomentando a coesão e a identidade familiar, de igual modo permitem a manutenção e o crescimento do património acumulado. Só assim se separa o que é da empresa e aquilo que se pretende que seja o património a legar às gerações vindouras<sup>41</sup>.

## 4. OS FAMILY OFFICES

### 4.1. Em busca de um conceito operativo

Pese embora não tenham, ainda, merecido um tratamento jurídico consolidado<sup>42</sup>, os FO são estruturas enraizadas na sociedade, normal-

<sup>40</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>41</sup> De acordo com a Consultora PwC, «Está a tornar-se evidente, quer pelos resultados do inquérito, quer pelo trabalho desenvolvido pela PwC junto de proprietários e de executivos em todo o mundo, que os desafios colocados pelo processo de sucessão são apenas uma face, ainda que altamente relevante, de uma questão mais alargada. As empresas familiares sentem orgulho, e com razão, na sua vontade em manter uma postura de longo prazo, a pensar em termos de gerações, em vez de anos ou mesmo meses. No outro lado da balança, as empresas familiares lidam de forma competente com a gestão quotidiana: a parte prática da gestão de um negócio. O desafio encontra-se no meio: ter um plano estratégico que permita ligar o ponto onde o negócio se encontra atualmente, com a visão de longo prazo do ponto onde este poderá estar», disponível em: <https://www.pwc.pt/pt/publicacoes/family-business.html>, [último acesso em 23.08.2019].

<sup>42</sup> O que os Autores associam ao facto de serem estruturas privadas e envoltas em algum secretismo, além de que a definição lata e heterogénea de que são alvo, resulta fluida e suficiente para integrar uma diversidade incomensurável de realidades – BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 19. Como refere ALLISON ANNA TAIT, «The Law of High-Wealth Exceptionalism», *Alabama Law Review*, 2019, 71, disponível em:

mente associadas a famílias que acumulam um património significativo, cuja gestão se torna demasiadamente complexa<sup>43</sup>. Escasso é, até à data, o consenso quanto aos seus antecedentes históricos. Se há quem os pretenda enraizar na figura do *major domus* da Roma Antiga, outros há que os parecem encontrar nos bancos europeus privados, criados há cerca de 500 anos; e outros ainda que os fazem recuar aos anos de 1800, época em que serviriam para gerir as fortunas de empreendedores de sucesso<sup>44</sup>.

Inexiste, de igual forma, unanimidade quanto à definição encontrada para o *Family Office*. Se alguns o consideram uma empresa de gestão de investimentos, detida e criada especificamente para gerir os bens de uma determinada família; outros há que o veem como uma estrutura ou organização que visa dar resposta a todo o tipo de necessidades [financeiras ou não] da família<sup>45</sup>, desde a alocação estratégica de bens à conservação de registos, passando pela marcação de viagens, aquisição de bens, segurança

<https://ssrn.com/abstract=3406070>, [último acesso em 18.12.2019], p. 1, «No family is an island. But some families would like to be [...]».

<sup>43</sup> De acordo com o estudo «Os valores e a comunicação na empresa familiar», dinamizado pela ATREVIA e pela Cátedra da Empresa Familiar do IESE Business School, com dados recolhidos a cerca de 3000 destinatários, de empresas familiares espanholas, portuguesas e latino-americanas, as empresas familiares procuram ultrapassar os vários obstáculos que se lhes colocam (não só geográficos, pela dispersão das famílias; como também contendentes com o crescimento da empresa, a falta de tempo, e a necessidade de preparar as gerações mais jovens) através, não só de Protocolos Familiares (cerca de 71%), como também de órgãos de governação, como a Assembleia de Família (38,8%), o Conselho Consultivo (56,3%) e, em minoria, o *Family Office* (30%). A menor importância relativa do FO é justificada, por alguns Autores, pelo secretismo com que normalmente são tratados. Acresce o facto de a sua formalização apenas se justificar – do ponto de vista da racionalidade económica da decisão – quando o património familiar sob gestão atinge valores consideráveis. Vide conclusões do estudo, disponíveis em: <https://www.atrevia.com/en/news-atrevia/atrevia-y-el-iese-presentan-el-estudio-los-valores-y-la-comunicacion-en-la-empresa-familiar/>, [último acesso em 24.08.2019].

<sup>44</sup> Sobre esta incerteza, vide ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR/ALBERTO VAQUERO-GARCÍA/SANTIAGO LAGO-PEÑAS, «Family offices: What, why and what for», *Organizational Dynamics*, 2017, 46, p. 262. E também, MARÍA FERNANDEZ-MOYA/RAFAEL CASTRO-BALAGUER, «Looking for the perfect structure: The evolution of family office from a long-term perspective», *Universia Business Review*, 2011, 32, p. 84. Vide, ainda, MANSI JAIN/HEMAL LOTIA, «Family Offices in Asia with Special Focus on Singapore», S. P. Jain Center of Management Dubai/Singapore, 2009, pp. 12-13, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1448613>, [último acesso em 18.12.2019].

<sup>45</sup> Aquilo a que no vernáculo se chama «walking the dog» – LUNA GLUCKSBERG/ROGER BURROWS, «Family offices and the contemporary infrastructures of dynastic wealth», cit., p. 20.

pessoal, entre outras funções contendentes com a «vida mundana»<sup>46</sup> dos familiares; e ainda os que o definem como um centro de influência e estabilidade que ajuda as famílias particularmente ricas a assegurar a preservação e o crescimento do seu património e da herança familiar<sup>47</sup>.

Na verdade, todas estas definições encontram algum respaldo na realidade, o que nos leva a considerar importante – num primeiro esforço de delimitação negativa – balizar o FO de figuras próximas (e abrangentes) como o *Private Banking*<sup>48</sup> e o *Private Wealth Management*<sup>49</sup>, os quais assentam num arsenal de estruturas muito diversificado, com uma mesma missão: sugerir soluções de antemão pensadas para servir os interesses e as necessidades da mais ampla audiência possível (ainda que se trate de clientes de um segmento «*premium*»). Com efeito, o *Private Banking*, enquanto segmento da atividade bancária, coloca ao dispor dos seus clientes um conjunto muito diversificado de serviços, incluindo, além de FO, fundos de investimento, Sociedades de Investimento de Capital Variável (SICAV), gestão de ativos imobiliários, consultoria para investimento, planeamento fiscal e sucessório, etc.<sup>50</sup> Trata-se, pois, de segmentos da atividade bancária, em concorrência com o mercado autonomizado dos FO<sup>51</sup>. Acontece que, em nenhum deles, – e daí a importância de destacar o FO – se trata (pelo menos, a título primeiro) de conhecer a família e a empresa, estabe-

<sup>46</sup> Vide, para um elenco claro das várias funções, MANSI JAIN/HEMAL LOTIA, «Family Offices in Asia with Special Focus on Singapore», cit., pp. 17-19.

<sup>47</sup> Para todas as definições, ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR/ALBERTO VAQUERO-GARCÍA/SANTIAGO LAGO-PEÑAS, «Family offices: What, why and what for», cit., p. 265.

<sup>48</sup> Correspondente a um conjunto de serviços financeiros profissionais, altamente personalizados, que as instituições de crédito fornecem, de forma a atender às necessidades de um cliente.

<sup>49</sup> Que se distingue do primeiro por ir além da gestão do património, procurando avaliá-lo, não somente sob o prisma financeiro, mas também na sua dimensão intangível, contendente com a imagem, reputação e projetos do cliente. Há, no entanto, quem entenda o FO como um segmento da *private wealth management*. Ousamos discordar, precisamente por entendermos que as funções de um FO vão, via de regra, além da mera gestão de riqueza (mesmo na sua dimensão intangível), pelo que, ainda que próximo deste segmento de mercado, sempre se trataria de um *primus inter pares*.

<sup>50</sup> Vide, sobre o tema, ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR, «Family Offices: How Can They Help to Promote Entrepreneurship and Social Responsibility?», in *Handbook of Research on Entrepreneurial Leadership and Competitive Strategy in Family Business*, IGI Global, 2019, p. 403.

<sup>51</sup> A par dos Bancos, com novos segmentos ou estratégias de marketing dirigidas à satisfação deste tipo de interesses, também as seguradoras, as sociedades de advogados e as consultoras começam a acrescentar serviços do tipo FO à sua oferta – vide, sobre o tema, BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 19.

lecedo, de forma comprometida, uma relação profunda, única, privada e completa com o cliente<sup>52</sup>. E, assim, aquilo que o FO eventualmente perde em experiência, *network*, recursos humanos, localização internacional, e sujeição a regulação, acaba por ganhar em privacidade, exclusividade e customização<sup>53</sup>.

Observação que suscita, ainda, um traço distintivo adicional, e de relevo. Na verdade, o FO poderá configurar – como é, aliás, regra<sup>54</sup> – uma estrutura completamente alheia ao prestador bancário<sup>55</sup>, apresentando um objeto mais extenso do que o do mercado financeiro e atividades correlacionadas. De facto, às atividades de pendor financeiro e administrativo, acrescem funções que se distanciam do vetor propriedade, tocando o segmento família. De entre elas, assume especial premência a educação das gerações vindouras, com o fito de assim se evitarem os *gaps* e a impreparação que por vezes se sentem quando chega a hora de os fundadores «passarem a pasta»<sup>56</sup>. Acresce que os FO logram, também, assumir centra-

<sup>52</sup> Para uma diferenciação das figuras, vide NICOLA LATTANZI, «Il patrimonio della famiglia fra family business e family office», in *Aziende famigliari e longevità economica. Modalità di analisi e strumenti operativi*, IPSOA, 2012, p. 344.

<sup>53</sup> Vide, RAPHAEL AMIT/HEINRICH LIECHTENSTEIN/M. JULIA PRATS/TODD MILLAY/LAIRD P. PENDLETON, «Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context», cit., p. 33: «Family offices are thought to provide more customized and unbiased solutions, confidentiality, and greater involvement and commitment than other alternatives. They are also more trusted to handle issues that the family wants kept out of the public eye. The family office is typically treated almost as part of the family (Avery 2004; Newton 2002) and seen as the best means of preserving trans- generational wealth (Avery 2004). Other key factors are privacy, the absence of conflicting interests (such as those due to primary versus secondary clients' issues), flexible structure, exclusivity, and discretion (Allen 2007)». Para uma abordagem comparativa das vantagens e fraquezas dos diferentes prestadores de serviços, vide Deloitte, «Family office survey – Measuring the market», 2016, p. 12, disponível em: [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/family-office/lu\\_en\\_familyofficesurvey\\_27022013.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/family-office/lu_en_familyofficesurvey_27022013.pdf), [último acesso em 18.12.2019].

<sup>54</sup> Sobretudo com a tendencial desconfiança perante a ação dos atores bancários, nos recentes cenários de crise – Deloitte, «Family office survey – Measuring the market», cit., p. 13.

<sup>55</sup> No mesmo sentido, vide DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., p. 370.

<sup>56</sup> «A family office is thus more than a simple financial and investment service provider (Daniell and Hamilton, 2010): it sensitizes affluent families in recognizing their current wealth context by integrating financial capital with other family wealth aspects, such as human, intellectual and social capital (Collier, 2002)» – MICHAEL GASKA, *The Family Office: An Agency View on a Secretive Organization*, St. Gallen, University of St. Gallen, School of Management, Economics, Law, Social Sciences and International Affairs, 2018, p. 14.

lidade quando, na inexistência de uma Fundação Familiar<sup>57</sup> [ou, então, quando encarregados de a gerir] se veem incumbidos da prossecução de ações filantrópicas, contribuindo para a divulgação dos valores da família e para a sua consolidação enquanto ator social<sup>58</sup>.

Do exposto resulta compreensível que os FO possam corresponder a estruturas jurídicas variadas, facto que não é nada mais do que o espelho da miríade de serviços que eles potencialmente oferecem. Assim, e precisamente por poderem oscilar entre estruturas informais<sup>59</sup> e verdadei-

<sup>57</sup> Em Portugal, é controverso que se possa criar uma Fundação apenas com o propósito de perpetuar ou servir os valores de uma determinada família. Carlos Blanco de Moraes refere, a este propósito, que «instituições destinadas a garantir a perpetuação do nome de uma família, o auxílio a uma pluralidade de sujeitos carenciados num dado agregado familiar e até um suporte financeiro à proteção organizada de animais» podem ser consideradas fundações. O Autor sugere uma análise casuística das realidades, a fim de constatar se assumem ou não interesse social, o que acontecerá, por exemplo, na hipótese de a fundação assumir um fim de ordem humanitária e social. Por sua vez, Nogueira Serens, citando Reuter, distingue dois tipos de fundações de família, consoante o modo condicional ou incondicional em que os beneficiários da fundação dela tirem proveito. Pinto Monteiro e Mota Pinto, acompanhados por Capelo de Sousa, propugnam pela negativa, porquanto entendem que o critério do interesse social não se encontra preenchido. Sobre o tema veja-se: CARLOS BLANCO DE MORAIS, «Da relevância do Direito Público no regime jurídico das fundações privadas», in *Estudos em Memória do Professor Doutor João de Castro Mendes*, Lisboa, LEX – Edições Jurídicas, 1997; M. NOGUEIRA SERENS, «Em tema de fundações», *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, 2014, 143, 3985-3986; ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora [Edição original por Carlos Alberto da Mota Pinto], 2012; e CAPELO DE SOUSA, *Teoria Geral do Direito Civil [textos policopiados de apoio]*, vol. II, 2004-2007.

<sup>58</sup> O que, por vezes, funciona como uma espécie de depuro de consciência, pelo volume de riqueza acumulado. Vide, sobre o tema, ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR, «Family Offices: How Can They Help to Promote Entrepreneurship and Social Responsibility?», cit., p. 405, «Philanthropy is one of the distinctive activities of an FO. The family perceives philanthropy as a means of providing service to the surrounding community, while also strengthening relations across multiple family generations. Besides, it must allow future generations to learn about the impact that wealth can have on society. The destination of these philanthropic investments is usually based on the founder's values, which are subsequently transmitted from generation to generation». As atividades filantrópicas podem, na verdade, ser um dos focos da atividade do FO, consoante a geração que este sirva – referindo-se à «Boomer Generation» como uma geração para a qual a filantropia assume preponderância, vide, BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 20.

<sup>59</sup> É perfeitamente possível encontrar um FO informal, composto por um conjunto de profissionais de áreas diversas, que prestam auxílio à família, nomeadamente na gestão do seu património, ao nível de planeamento fiscal, seguros, bem assim de oportunidades de investimento. No entanto, à medida que o património familiar engrandece em volume

ras sociedades [ou outras pessoas jurídicas complexas], independentes da sociedade familiar, cremos que a melhor forma de os captar como fenômeno seja com o emprego do seguinte descriptivo ou formulação: «entidades» – dotadas, ou não, de personalidade jurídica – que prestam serviços financeiros e administrativos (*lato sensu*) à família, ao mesmo tempo que monitorizam os respectivos investimentos, rastreando os bens, planeando a sua alocação, evitando a sua dispersão e permitindo, assim, de forma transparente e equitativa, assegurar um dos objetivos do vetor família [por detrás da empresa] – a transferência de riqueza intergeracional<sup>60</sup>.

e complexidade, esta estrutura informal – precisamente por não permitir dar uma imagem completa do património familiar e, acima de tudo, por consistir num conjunto de intervenções desarticuladas – acaba revelando a sua insuficiência. Terá sido esta estrutura informal a origem dos atuais FO. De acordo com MASSIMO FERRARO, *Family Business: Modelli di Governance ed Assetti Proprietari*, Pisa, Università di Pisa, 2010/2011, p. 139, «Tradicionalmente, per la gestione dei loro patrimoni, le famiglie di imprenditori sono soliti affidarsi ad un consulente di fiducia: il banchiere, il commercialista o l'avvocato di famiglia. Ma l'amministrazione degli interessi familiari, specie se rilevanti, richiede competenze professionali simili a quelle necessarie alla conduzione di un'azienda. Invece, la carenza di tempo e di consuetudine spesso la confinano ad una gestione amatoriale. Ecco allora che per queste famiglie, con elevate disponibilità finanziarie, con un buon numero di membri, relativamente unite ed interessate a trasmettere il patrimonio alle generazioni successive, diventa estremamente utile avere a disposizione una soluzione globale ed integrata per la gestione dei propri beni, soluzione che viene individuata nel concetto di Family Office».

<sup>60</sup> Tal como sublinhado por David Smargon OAM e Stuart Morley: «A transferência de riqueza intergeracional envolve um leque de assuntos pessoais familiares, e no nosso contato inicial com uma família percebemos geralmente que esta não comunica com regularidade entre si sobre os aspectos relacionados com a melhoria, a preservação e a proteção da fortuna da família. Existe, efetivamente, uma "zona interdita", na qual assuntos como a fortuna e a propriedade não podem sequer ser mencionados. O resultado é invariavelmente existirem pessoas diferentes com expectativas e um sentimento de privilégio diferentes, que por sua vez dão origem a posições irredutíveis, invejas e potenciais conflitos. Esta "zona interdita" encontra-se bem viva, mesmo nas famílias mais numerosas e abastadas. Muitas destas famílias continuam a frequentar regularmente encontros e eventos sociais, o que não é o mesmo que sentar-se para discutir assuntos difíceis. Mas para as famílias não é fácil iniciar este processo: é necessário coragem para dar este passo. Mas ao fazê-lo, está-se a garantir a harmonia e a continuidade da família, tornando-se mais fácil proteger relações, facilitar o planeamento da sucessão, e trabalhar em conjunto mais eficazmente. Encontrar a fórmula para a sucessão familiar é um desafio, mas preservar a fortuna da família pode representar um obstáculo ainda maior. Existe um ditado que diz que as famílias fazem fortuna na primeira geração, desfrutam-na na segunda e perdem-na na terceira. Mas há um bom motivo para que este ditado exista: É que, muito frequentemente, é verdade. Existem diversos motivos pelos quais isto sucede: desde a sobrelavancagem ao crescimento acelerado, a excesso de gastos em despesas pessoais, litígios matrimoniais, até "colocar todos os ovos no mesmo cesto".» – PwC

A definição que propomos poderá – reconhecemo-lo – aparentar uma «mão cheia de nada». Não obstante, um recorte preciso dos contornos da figura poderia gerar lacunas de exceção e de regulamentação, olvidando realidades que cremos deverem – também – subsumir-se ao conceito, e abrangendo outras que dele se distanciam. Por outras palavras, entendemos que o facto de o FO assumir uma intervenção deveras heterogénea no seio familiar obstaculiza a construção de um qualquer conceito de fronteiras estanques e estritas, motivo que nos leva a preterir a forma pelo conteúdo, preferindo, ao invés, a formulação o mais lata possível, sem com isso perder a utilidade de uma matriz comum.

Uma ideia fica: a principal missão que vem sendo votada aos FO é a de permitir a gestão e a preservação da riqueza da família, autonomizando-a da atividade e do ativo da empresa familiar, e evitando, assim, que a tangência e a interseção das esferas família, propriedade e empresa resulte no fim da empresa e na destruição da família.

#### 4.2. Algumas classificações

Os FO vêm sendo alvo de uma miríade de categorizações, de acordo com critérios diversos<sup>61</sup>. A primeira – relativa ao número de famílias que beneficiam dos serviços prestados por um determinado FO – distingue entre *Single Family Offices* ('SFO') e *Multi Family Offices* ('MFO'), correspondendo os primeiros a entidades que prestam serviços de forma exclusiva a uma determinada família, e os segundos aos que oferecem os seus serviços a mais do que uma<sup>62</sup>. Se o primeiro tipo garante maiores níveis de privacidade e exclusividade, o segundo ganha em economias de escala

(2016), «Inquérito Global sobre Empresas Familiares 2016», p. 20, disponível em: <https://www.pwc.pt/pt/publicacoes/family-business/pwc-family-business-2016.pdf>, [último acesso em 23.08.2019].

<sup>61</sup> São eles, o nível de ativos sob gestão, o número de gerações familiares servidas, o tamanho da equipa, o volume de atividades externalizadas e a natureza dos serviços prestados.

<sup>62</sup> Há quem os distinga, também, pela respetiva estrutura de detenção e controlo: nestes termos, ao passo que o SFO seria propriedade da família, ao MFO caberia apenas gerir os recursos daquelas, com base numa procuração – CLEA BEATRIZ MACAGNAN/CAROLINE ORTH/JOÃO ZANI, «The Institutionalisation of Family Offices in Brazil», cit., p. 1.

e em redução de custos<sup>63</sup>, a ponto de a preferência por um ou por outro acabar por variar, também, com o entorno cultural da família em causa<sup>64</sup>.

Num outro plano, há quem se refira aos FO informais como *Embedded Family Offices* ('EFO')<sup>65</sup>, porquanto correspondentes a estrutura(s) integrantes da própria empresa familiar, à(s) qual(is) é alocado um conjunto de bens ou, tão-somente, funções de gestão do património familiar e de pendor administrativo, e que conta(m) com trabalhadores da confiança da família, de entre os quais, via de regra, um «Chefe» – o *Chief Finance Officer*. Idiossincrático deste tipo de FO é que ele seguirá, naturalmente, «o destino da empresa»<sup>66</sup>.

Por fim, Autores há que autonomizam a figura dos *Micro Family Offices*, caracterizados i) pelo volume de património sob gestão – normalmente, muito menor do que o que seria expectável para a formalização de um FO – e ii) pela externalização de grande parte dos serviços de que incumbidos<sup>67</sup>.

Deslocando-nos, agora, para um outro plano, importa não esquecer que o entorno cultural justificará, também, diferenças consideráveis ao nível das exigências e expectativas relativas à atividade, *governance*, e *outputs* do FO. Há, por isso, vozes que optam por agrupar as várias «culturas» do globo, de acordo com um [similar] putativo modelo de FO, que melhor se pensa servir os respetivos interesses e aspirações. Consequentemente, seriam autonomizados, num primeiro grupo, os países do Norte da Europa e da América, o Reino Unido e a Austrália; colocada, num segundo, a Ásia oriental; e, finalmente, concentrados num outro, a América Latina, a Europa do sul e de leste, e o sul da Ásia. A mais valia de um «tipo cultural» de FO resulta evidente, pois que basta esta tripartição para

<sup>63</sup> Para uma visão das vantagens e desvantagens, vide «Single and Multi Family Offices», junhode2010,disponívelem:[https://www.stonehagefleming.com/downloads/knowledge/Know\\_How\\_-\\_Single\\_\\_Multi\\_Family\\_Offices\\_June\\_2010\\_FINAL.pdf](https://www.stonehagefleming.com/downloads/knowledge/Know_How_-_Single__Multi_Family_Offices_June_2010_FINAL.pdf), [último acesso em 24.08.2019]. E, também, Deloitte, «Family office survey – Measuring the market», cit., p. 12.

<sup>64</sup> Comparando a tendência de preferência pelos MFO, nos EUA, ao contrário da opção verificada na Ásia, em sentido contrário, pelos SFO, vide ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR/ALBERTO VAQUERO-GARCÍA/SANTIAGO LAGO-PEÑAS, «Family offices: What, why and what for», cit., p. 264.

<sup>65</sup> Refere-se a eles o «EY Family Office Guide», disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-family-office-guide/\\$FILE/1006031-family-office-guide-hr.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-family-office-guide/$FILE/1006031-family-office-guide-hr.pdf), [último acesso em 24.08.2019].

<sup>66</sup> DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., p. 372.

<sup>67</sup> Vejam-se, entre outras, as tipologias disponíveis em: <https://janzenco.com/family-office-typology/>, [último acesso em 24.08.2019].

que possamos, desde logo, vislumbrar um conjunto de idiossincrasias, em aspetos como a liderança e a autoridade; a transparência; a comunicação e a colaboração; a confiança e a delegação de tarefas em não familiares; a igualdade de género, entre outros<sup>68</sup>.

#### **4.2.1. Os Family Offices virtuais: uma nova tendência**

O aumento dos custos de operação de um SFO, associado, entre outros, à ineficiência das estruturas, ao aumento do ónus regulatório, bem assim à carga fiscal incidente<sup>69</sup> – aumento esse desacompanhado de um incre-

<sup>68</sup> Em particular, entende-se que nos dois últimos grupos, o papel proeminente é assumido pelos mais velhos, a quem se reconhece autoridade, pelo que quaisquer órgãos consultivos independentes são vistos com desconfiança. Além do mais, a grande maioria do *staff* do FO é composta por familiares – JAMES GRUBMAN/DENNIS T. JAFFE, «The resilient single family office: a development perspective», cit., pp. 19-21. Reconhece-se, ainda, que os SFO europeus revelam uma menor predisposição para recorrer ao outsourcing, em comparação com os americanos – cf. RAPHAEL AMIT/HEINRICH LIECHTENSTEIN/M. JULIA PRATS/ TODD MILLAY/LAIRD P. PENDLETON, «Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context», cit., p. 15. O que contrasta com o modelo asiático de FO, assente, sobretudo, no *outsourcing*, com recurso a profissionais das mais diversas áreas – cf. MANSI JAIN/HEMAL LOTIA, «Family Offices in Asia with Special Focus on Singapore», cit., pp. 14-19.

<sup>69</sup> Em Portugal, e não obstante não ser propósito da Autora procurar traçar o tratamento fiscal aplicável à figura – até porque não é essa a sua área de investigação – parece ser de aplicar a alínea t) do n.º 2 do artigo 5.º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares ('CIRS'), que considera rendimentos de capitais «os montantes pagos ou colocados à disposição do sujeito passivo por estruturas fiduciárias, quando tais montantes não estejam associados à sua liquidação, revogação ou extinção, e não tenham sido já tributados nos termos do n.º 3 do artigo 20.º», bem assim, a subalínea 3) da alínea b) do n.º 1 do artigo 10.º do mesmo Código que trata como mais-valia o «valor atribuído em resultado da partilha, bem como em resultado da liquidação, revogação ou extinção de estruturas fiduciárias aos sujeitos passivos que as constituiram, nos termos dos artigos 81.º e 82.º do Código do IRC», consoante a situação material em causa. Por sua vez, e caso o sujeito passivo não tenha instituído o FO, sendo mero beneficiário dos valores que venham a resultar da liquidação do FO, parece-nos ser de aplicar analogicamente a Doutrina Fiscal veiculada pelas Informações Vinculativas 2018001067 – IVE n.º 14190, com despacho concordante de 20.08.2018, da Diretora-Geral da Autoridade Tributária e Aduaneira e 2017000480 – IVE n.º 11883, com despacho concordante de 20.09.2017, da Diretora-Geral da Autoridade Tributária e Aduaneira, nos termos das quais: «admitindo que o Requerente é apenas beneficiário do trust, não tendo sido ele mesmo o respetivo settlor desta estrutura fiduciária, a operação de liquidação do trust e a consequente distribuição de valores que o Requerente pretende efetuar, enquadraria-se nas normas de incidência objetiva do CIS, designadamente na al. h) do n.º 3 do art.º 1.º do CIS, consubstanciando, portanto, uma transmissão gratuita, tributada à taxa de 10% sobre o valor resultante da liquidação do trust na parte referente ao Requerente» – vide Informação

mento paralelo no património da família<sup>70</sup>, conduz, hoje, a uma tendencial preferência pelos chamados *Virtual Family Offices* ('VFO')<sup>71</sup>. Apesar da designação enganadora – e que verdadeiramente parece aludir a um serviço prestado *online* – os VFO caracterizam-se por integrarem um conjunto de profissionais (desde advogados e banqueiros, a gestores de fundos e especialistas em Direito Imobiliário), com experiência acumulada na gestão das contas de grandes famílias, que prestam um serviço 24/7, embora num modelo de dedicação parcial. Por outras palavras, trata-se de um FO que funciona «a pedido», consoante a solicitação do cliente. O que significa, então, que a este apenas possam ser exigidos os custos correspon-

disponível em: [http://www.taxfile.pt/file\\_bank/news4118\\_8\\_1.pdf](http://www.taxfile.pt/file_bank/news4118_8_1.pdf), [último acesso em 24.08.2019]. A referida alínea do Código de Imposto de Selo, que considera transmissões gratuitas, para efeitos da verba 1.2 da Tabela Geral «os valores distribuídos em resultado da liquidação, revogação ou extinção de estruturas fiduciárias a sujeitos passivos que não as constituíram», foi aditada pela Lei n.º 82-E/2014, de 31 de dezembro. Nos Estados Unidos, a situação sofreu, também, uma reviravolta, no ano de 2017. Aí, a Secção 162 do *U.S. Tax Code* permite a dedução de todas as despesas ordinárias e necessárias para a condução de um determinado negócio ou empresa. Embora muitos indivíduos e famílias façam investimentos e incorram, com isso, em custos, a supervisão da gestão dos próprios investimentos não é, via de regra, enquadrada como negócio ou empresa. O mesmo já não acontece quando se trata de gerir – de forma lucrativa – os investimentos de outros, bem assim de prestar outros serviços como os que são oferecidos pelos FO. O *U.S. Tax Court* abordou recentemente – no caso *Lender Management LLC* – a questão de saber se um FO desenvolve «atividade comercial ou empresarial». Na sua decisão, o Tribunal delineou seis fatores ou critérios relevantes para aferir se as atividades de um FO se qualificam como comerciais, ao abrigo da Secção 162. Mais acrescentou que, para que possa ser entendido como uma entidade que pratica atividades comerciais ou empresariais, o FO deverá realizar as suas operações de forma contínua e empresarial, visando o lucro, e fornecendo serviços valiosos para os seus clientes, contra uma remuneração. Vide a decisão, disponível em: <https://www.ustaxcourt.gov/USTCInOP/OpinionViewer.aspx?ID=11513>, [último acesso em 24.08.2019].

<sup>70</sup> Sobre o pouco significativo aumento dos lucros das maiores empresas familiares, entre os anos de 2017 e 2019, veja-se o estudo da consultora *Ernst&Young*, intitulado «How the world's largest family businesses are responding to the Transformative Age», p. 8, disponível em: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-family-business-index-2019/\\$FILE/EY%20Global%20Family%20Business%20Index%202019.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-family-business-index-2019/$FILE/EY%20Global%20Family%20Business%20Index%202019.pdf), [último acesso em 24.08.2019].

<sup>71</sup> «As the global proliferation and concentration of wealth continues to escalate, family offices have emerged as the best-in-class approach to achieving long-term wealth management and preservation. In recent years, virtual family offices (VFOs) have accounted for a high percentage of new family offices while some existing single family offices have been restructured into VFOs. These results reflect a clear trend within the wealth industry in the development and evolution of family offices» – THOMAS J. HANDLER, «Virtual family offices – a global trend», *The International Family Offices Journal*, 2016, 2, p. 5.

dentes ao tempo durante o qual o escritório efetivamente «funcionou», não havendo cobrança de custos fixos. Ao invés dos demais modelos de FO, o VFO não conta com colaboradores a tempo inteiro, recrutando «à medida das necessidades» dos seus clientes. Assim, e apesar de os VFO poderem ser configurados como um subtipo de MFO, por servirem, também, uma variedade de famílias, acumulando, por isso, experiência mais significativa, entendemos que as duas categorias se não confundem, dada a maior flexibilidade e controlo sobre os sujeitos encarregados de – em cada momento – prestarem os serviços solicitados pela família, no caso do VFO.

#### 4.3. Funções

De acordo com a *Family Office Exchange*<sup>72</sup>, os serviços prestados por um FO poderão ser enquadrados em nove segmentos: estratégia de investimento e implementação; estratégias financeiras integradas; gestão de informação dos clientes; planeamento sucessório; serviços fiduciários; gestão de responsabilidade e auditoria; melhoria de estilos de vida; sucessão familiar/educação; e filantropia. Poderemos reduzir os nove segmentos a três categorias, consoante se trate de serviços relacionados com i) o investimento; ii) a família; e iii) questões administrativas<sup>73</sup>. E é, ainda, possível, classificar os *Family Offices*, consoante o tipo de serviço prestado, distinguindo entre a) os que prestam todo o tipo de apoio aos familiares (ajudando-os, por exemplo, a organizar as suas viagens; legalizar a presença e a situação laboral de funcionários domésticos; investir na Bolsa, etc.); b) os que se dedicam exclusivamente à gestão de investimentos, sem

<sup>72</sup> Fundada em 1989, a FOX foi a primeira organização associativa a reunir membros de famílias, executivos de *family offices* e consultores. Para a listagem referida, vide página disponível em: <https://www.familyoffice.com/understanding-family-office/list-family-office-services>, [último acesso em 24.08.2019].

<sup>73</sup> Seguimos ELENA RIVO-LÓPEZ/MÓNICA VILLANUEVA-VILLAR/ALBERTO VAQUERO-GARCÍA/SANTIAGO LAGO-PEÑAS, «Family offices: What, why and what for», cit., p. 262. Os Autores enquadram nas atividades de investimento, a alocação de ativos, a seleção de gestores, bem assim o acompanhamento e avaliação de um determinado investimento; nas atividades familiares, a gestão de riscos, a contratação de seguros, a educação, a filantropia, entre outros; e, nas questões administrativas, todo o tipo de atividade relacionada com a Banca, informação financeira agregada dos familiares, serviços jurídicos, contabilidade, etc. Em sentido similar, RAPHAEL AMIT/HEINRICH LIECHTENSTEIN/M. JULIA PRATS/TODD MILLAY/LAIRD P. PENDLETON, «Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context», cit., p. 14.

a prestação de quaisquer outros serviços; e c) os que reúnem ambos os tipos num só<sup>74</sup>.

#### 4.4. Estrutura e natureza

Como tivemos já oportunidade de referir, referimo-nos ao FO como uma «entidade», porquanto cientes da panóplia de estruturas jurídicas que ele pode adotar, e que vão desde um mero conjunto de profissionais – não organizados sob a forma de pessoa jurídica –, até sociedades gestoras de participações sociais<sup>75</sup>, *trusts*<sup>76</sup>, e fundos de investimento alternativo<sup>77</sup>. Independentemente da opção, ela deverá, em todo o caso, tomar na devida conta, não só os custos de constituição, «manutenção» e regulação, ao abrigo dos regimes jurídico e fiscal vigentes na jurisdição aplicável, bem assim, e sobretudo, o tipo de serviços que se pretende que sejam prestados pelo FO, não esquecendo a localização dos familiares e do património a gerir<sup>78</sup> [que podem, efetivamente, encontrar-se dispersos pelo globo].

##### 4.4.1. *Dos Family Offices aos gestores de fundos de investimento alternativos: qual o percurso?*

Até aqui, abordamos o FO sob o prisma daquilo que as famílias começaram por querer fazer dele. No entanto, a ideia do FO como esfera sepa-

<sup>74</sup> Para esta categorização, vide, JOSE CARLOS CASILLAS BUENO/MARIA DEL CARMEN DIAZ FERNANDEZ/SALVADOR IGNACIO RUIS RUFINO /, ADOLFO VAZQUEZ SANCHEZ, *La gestión de la empresa familiar. Conceptos, casos y soluciones*, 2.ª ed., Paraninfo, 2014, pp. 136-137.

<sup>75</sup> Há, no entanto, quem distinga – e há, na verdade, que distinguir – entre uma simples Sociedade Gestora de Participações Sociais ('SGPS') e um FO. Cremos que tudo dependerá de saber quais as efetivas atuações da SGPS, aferindo se se limita a «gerir participações sociais», *stricto sensu*, ou se visa uma gestão devidamente planeada e vinculada à satisfação de interesses da família, relacionados, seja com o tratamento a dar às gerações futuras, seja com a difusão dos valores familiares.

<sup>76</sup> Recordemos que, «no ordenamento jurídico substantivo português – e na senda do que sucede nos países de civil law – o instituto do trust não está tipificado» – AFONSO PATRÃO, «Reflexões sobre o reconhecimento de Trusts voluntários sobre imóveis situados em Portugal», in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, 2011, vol. 87, p. 365 e ss. No nosso país, o Decreto-Lei n.º 352-A/88, de 3 de outubro, disciplina a constituição e funcionamento de sociedades ou sucursais de trust off-shore na Zona Franca da Madeira.

<sup>77</sup> Veja-se MARIA FERNANDEZ-MOYA/RAFAEL CASTRO-BALAGUER, «Looking for the perfect structure: The evolution of family office from a long-term perspective», cit., p. 86.

<sup>78</sup> Sobre este último fator de decisão, vide BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 18.

rada da sociedade, ao jeito de um microcosmo<sup>79</sup> onde a família pode – em segredo e acompanhada de profissionais da sua confiança (os mais competentes) –, delinear uma estratégia e firmar o seu compromisso quanto à preservação de um legado, poderá estar em declínio. Com efeito, se é certo que uma das principais funções do FO poderá ser a de aconselhar a família, em matéria de investimento em determinados produtos financeiros, não menos certo é que o mesmo FO poderá, ele próprio, subsumir-se ao conceito de Organismo de investimento coletivo<sup>80</sup>. Quer numa, quer noutra situações, o FO ver-se-ia, em princípio, sujeito ao cumprimento de um conjunto de normas jurídicas, cuja teleologia se justifica, quanto aos Fundos ou Organismos de Investimento Alternativos (doravante 'FIA'), por serem eles, hoje, «figuras incontornáveis do sistema financeiro global pelo volume de ativos geridos, por representarem uma parte significativa da negociação em mercados de instrumentos financeiros e pelo elevado dinamismo e influência que têm no governo societário das empresas»<sup>81</sup> que «incluem hedge funds, fundos de capitais de investimento em participações privadas (private equities) e outros organismos de investimento em capital de risco, fundos imobiliários (real estate funds), fundos de matérias-primas (commodity funds), fundos de investimento em infra-estruturas (infrastructure funds), etc»<sup>82</sup>, ou seja, entidades cuja complexidade exige o redobrar das atenções do regulador do mercado financeiro. Ora, retomando o que começamos por dizer, o FO poderá tanto assumir-se como um FIA, como ser incumbido da gestão de um FIA, com um número limitado de investidores. O que levanta a questão de saber se a Diretiva 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (dora-

<sup>79</sup> Vide, ALLISON ANNA TAIT, «The Law of High-Wealth Exceptionalism», cit., p. 30.

<sup>80</sup> Nos termos da Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, são Organismos de investimento coletivo «as instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes, subdividindo-se em: i) «Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários» (OICVM), que são organismos abertos: (...) [e] ii) «Organismos de investimento alternativo» (OIA)».

<sup>81</sup> ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, «Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime Atual e Perspetivas Futuras», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2015, 52, p. 83.

<sup>82</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, «OICVM – Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários», *Revista Online da Banca, Bolsa e Seguros*, 2014, 1, p. 30, apud ALEXANDRE NORINHO 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. 83.

vante ‘Diretiva 2011/61’)<sup>83</sup> se aplica à atividade de um FO, considerando que a gestão tanto poderá ser exercida pelo próprio FIA (em autogestão) – caso em que o veículo familiar (o FIA) se gere a si mesmo – como por uma entidade diferente (em heterogestão) – hipótese em que o FO, entidade diferente do FIA, assumirá a gestão deste<sup>84</sup>. Para esses casos, dispõe o considerando 7 da Diretiva, nos seguintes termos: «Os organismos de investimento, tais como empresas constituídas para gerir um património familiar («family office vehicles») que investem o património privado de investidores sem angariar capital exterior, não deverão ser considerados FIAs na acepção da presente directiva». É precisamente esta disposição que, em nosso ver, poderá constituir o ponto de partida para a desmistificação – entre nós – dos FO. Com efeito, à medida que a realidade se espraia pelos vários ramos do Direito, contendendo, aí, com interesses distintos e, exigindo, por conseguinte, maior atenção, a necessidade de balizar a figura, autonomizando-a de realidades paralelas torna-se premente.

Em termos comparados, também nos Estados Unidos – e até à aprovação do *Dodd-Frank Act*<sup>85</sup>, em 2010 – as normas relativas à atuação e investimento no mercado financeiro eram omissas em votar qualquer tratamento expresso e detalhado aos FO. Como decorrência desta «lacuna», a proteção perante as exigências regulatórias do *Investment Advisers Act*, de 1940<sup>86</sup>, provinha, até então, de duas vias distintas: i) da isenção anteriormente consagrada na secção 203(b)(3) do *Investment Advisers Act*, conhecida pela «*private adviser exemption*»<sup>87</sup>; e, em alternativa, ii) da possibili-

<sup>83</sup> A Diretiva foi parcialmente transposta para o Ordenamento Jurídico Nacional pela Lei n.º 16/2015 de 24 de fevereiro, que aprovou, em anexo, o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (‘RGOIC’).

<sup>84</sup> Sobre o tema, vide ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «DGFIA, hedge funds e governação das sociedades anónimas», DSR, 2017, 9, 18, p. 136, com o interessante apontamento de que «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 nomear um GFIA externo» (art. 5.º, 1, b, da DGFIA).»

<sup>85</sup> O *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Public Law 111-203, de julho de 2010) foi responsável pela mais recente e alargada alteração ao *Investment Advisers Act*. Aquele diploma veio regulamentar o setor financeiro, em resposta à crise de 2008, conhecida como a «Grande Recessão», procurando, entre outros, proteger os consumidores, no crédito ao consumo.

<sup>86</sup> Este diploma regula a atividade de consultoria para investimento, exigindo que as entidades incluídas no seu âmbito de aplicação se registem junto da SEC, e respeitem as obrigações legais nela previstas, como forma de proteção dos investidores. O diploma prevê algumas exceções à obrigatoriedade de registo e sujeição aos requisitos legais.

<sup>87</sup> A isenção foi eliminada pelo *Dodd-Frank Act*. Seja como for, era a seguinte a sua redação: «(b)The provisions of subsection (a) shall not apply to (3) any investment adviser who during the course of the preceding twelve months has had fewer than fifteen clients and

dade aberta pela secção 202(a)(11)(H)<sup>88</sup> do mesmo diploma, que permite à SEC excluir, numa base *ad hoc* – e através de uma «*exemptive order*» –, os investidores que considere não integrarem o «espírito» da regulação.

Dizíamos ser este o cenário «até então», dado que o *Dodd-Frank Act* – talvez por força das circunstâncias – acabou por consagrar, na sua secção 409, aquela que veio a ficar conhecida como a «*family office exclusion*»<sup>89</sup>,

who neither holds himself out generally to the public as an investment adviser nor acts as an investment adviser to any investment company registered under title I of this Act, or a company which has elected to be a business development company pursuant to section 54 of title I of this Act and has not withdrawn its election. For purposes of determining the number of clients of an investment adviser under this paragraph, no shareholder, partner, or beneficial owner of a business development company, as defined in this title, shall be deemed to be a client of such investment adviser unless such person is a client of such investment adviser separate and apart from his status as a shareholder, partner, or beneficial owner».

<sup>88</sup> Cuja letra é a seguinte: «(11) “Investment adviser” means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities; but does not include [...] (H) such other persons not within the intent of this paragraph, as the Commission may designate by rules and regulations or order».

<sup>89</sup> A secção 409 do *Dodd-Frank Act*, tratando dos FO, dispõe nestes termos: «(a) In General. -Section 202(a)(11) of the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)(11)) is amended by striking “or (G)” and inserting the following: “; (G) any family office, as defined by rule, regulation, or order of the Commission, in accordance with the purposes of this title; or (H)”. (b) Rulemaking. -The rules, regulations, or orders issued by the Commission pursuant to section 202(a)(11)(G) of the Investment Advisers Act of 1940, as added by this section, regarding the definition of the term “family office” shall provide for an exemption that – (1) is consistent with the previous exemptive policy of the Commission, as reflected in exemptive orders for family offices in effect on the date of enactment of this Act, and the grandfathering provisions in paragraph (3); (2) recognizes the range of organizational, management, and employment structures and arrangements employed by family offices; and (3) does not exclude any person who was not registered or required to be registered under the Investment Advisers Act of 1940 on January 1, 2010 from the definition of the term “family office”, solely because such person provides investment advice to, and was engaged before January 1, 2010 in providing investment advice to (A) natural persons who, at the time of their applicable investment, are officers, directors, or employees of the family office who – (i) have invested with the family office before January 1, 2010; and (ii) are accredited investors, as defined in Regulation D of the Commission (or any successor thereto) under the Securities Act of 1933, or, as the Commission may prescribe by rule, the successors-in-interest thereto; (B) any company owned exclusively and controlled by members of the family of the family office, or as the Commission may prescribe by rule; (C) any investment adviser registered under the Investment Adviser Act of 1940 that provides investment advice to the family office and who identifies investment opportunities to the family office, and invests in such transactions on substantially the same terms as the

disposição que conduziu à promulgação, pela SEC, da *Advisers Act Rule* 202(a)(11)(G) – 1<sup>90</sup>, ou – expressão por que ficou famosa – a «*Family Office Rule*», norma que define expressamente os FO, para efeitos da sua exclusão do regime do *Investment Advisers Act*. Trata-se, pois, de uma exclusão que, na sua teleologia, se revela semelhante à que operada, no espaço europeu, pelo considerando 7 da Diretiva 2011/61/UE, mas cujas diferenças ao nível de densificação e completude da «realidade excluída» quedam evidentes<sup>91</sup>.

Destas «apartadas»<sup>92</sup> exclusões resulta, todavia, um mesmo resultado prático: a isenção [dos SFO] do cumprimento das obrigações organizacionais e regulatórias impostas – quer na Europa, quer nos Estados Unidos – à atividade de aconselhamento para investimento em determinados produtos financeiros.

#### 4.4.1.1. Sobre a exclusão dos *Family Offices* na Diretiva 2011/61/UE

A propósito da exclusão prevista no Considerando 7 da Diretiva 2011/61/UE – e que não resulta densificada na parte dispositiva da Diretiva – uma ou duas notas apenas. A primeira para dizer que o critério determinante (tal como desenhado pelo legislador europeu) para afastar os veículos FO da noção de FIA é, parece-nos, a angariação de capital exterior. Quer isto significar que a figura do FIA se não compagina com uma realidade em que haja coincidência subjetiva entre os que dispõem e os que beneficiam do capital investido, pressupondo aquele conceito, pelo contrário, a mobilização de capital externo. Desta feita, para que nos encontremos perante um veículo de investimento familiar, excluído do âmbito de aplicação da Diretiva, é necessário dar por verificados os seguintes critérios: i)

family office invests, but does not invest in other funds advised by the family office, and whose assets as to which the family office directly or indirectly provides investment advice represent, in the aggregate, not more than 5 percent of the value of the total assets as to which the family office provides investment advice. (c) Antifraud Authority. -A family office that would not be a family office, but for subsection (b)(3), shall be deemed to be an investment adviser for the purposes of paragraphs (1), (2) and (4) of section 206 of the *Investment Advisers Act of 1940*.

<sup>90</sup> Vide texto completo, disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3220.pdf>, [último acesso em 18.12.2019].

<sup>91</sup> Talvez pelo tratamento mais extenso que tem sido votado à figura, em termos comparados.

<sup>92</sup> Pelos seus diferentes pressupostos e alcance subjetivo.

a existência de uma relação familiar entre os investidores<sup>93</sup>; ii) a ausência de mobilização de capitais junto de investidores estranhos à relação familiar; iii) a anterioridade do dinheiro e dos ativos a investir, bem assim da relação entre os investidores, face à relação entre estes e o veículo<sup>94</sup>. Daqui resulta, desde logo, que os SFO<sup>95</sup> ficarão, em princípio, excluídos, do âmbito de aplicação das normas da Diretiva, o que se justifica pela ideia de só assim se permitir às famílias conduzirem os seus próprios planos de investimento, sem a carga regulatória e o nível de transparência exigidos pelas normas aplicáveis aos mercados financeiros.

A segunda nota visa o conceito de grupo pré-existente, que, segundo a ESMA, corresponde a «um grupo de membros da família, independentemente

<sup>93</sup> Neste ponto, a exclusão europeia fica verdadeiramente aquém da sua parente norte-americana, que inclui no conceito de «*family members*», os chamados «*key employees*», isto é, funcionários do FO, que encabecem funções de gestão ou que, em conexão com as suas atividades, participem em operações de investimento, há pelo menos doze meses. Sobre a inclusão, vide NATHAN CROW/GREGORY S. CRESPI, «The Family Office Exclusion Under the Investment Advisers Act of 1940», cit., p. 122-124. Para uma crítica comparativa do privilégio europeu, DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., p. 377. A inclusão destes funcionários é, parece-nos – e partilhando da opinião do Autor – um forte incentivo ao respetivo desempenho e dedicação à família, reduzindo conflitos de interesses que podem, na verdade, surgir. Além do mais, deve entender-se que, pelas funções por si exercidas, revelam a capacidade de se (auto)protegerem, mesmo não estando sob o guarda-chuva das normas da Diretiva (isto é, dispensando-se a proteção regulatória). Também a UBS A.G., em resposta à ESMA, no seu «ESMA's Discussion Paper on Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and Types of AIFM», propugna pela mesma inclusão: «Current and former key employees of the family office and family entities used for estate planning and charitable purposes, on behalf of the family, should explicitly be considered to be part of the family office set-up» – vide p. 5, texto disponível em: <https://www.esma.europa.eu/file/9795/download?token=u0ByvcYo>, [último acesso em 18.12.2019].

<sup>94</sup> Tal não significando, porém, que o veículo familiar deixe de o ser, quando a família cresça, vindo a contar com novos membros. Este mesmo esclarecimento, assim como a nota de que irreleva a estrutura jurídica da empresa criada pelos membros da família – desde que os beneficiários finais únicos sejam eles e somente eles – é prestado no Relatório Final da European Securities and Markets Authority, de 24 de maio de 2013, ESMA/2013/600, p. 4, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-key-concepts-aifmd-0>, [último acesso em 24.08.2019].

<sup>95</sup> Diferente é o caso dos MFO, que, i) gerindo ativos de várias famílias, ii) encontrando-se no mercado, e iii) podendo sofrer os conflitos de interesse típicos dos intermediários financeiros, ficarão excluídos da exceção – DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., p. 377. No mesmo sentido, e de forma clara, veja-se o esclarecimento da SEC: «The exclusion we are adopting today does not extend to family offices serving multiple families, as urged by several commenters» – SEC 17 CFR Part 275 [Release No. IA-3220; File No. S7-25-10] RIN 3235-AK66, disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3220.pdf>, [último acesso em 18.12.2019].

mente do tipo de estrutura jurídica que possa ser instituída por eles para investir numa empresa e desde que os únicos beneficiários finais de uma tal estrutura jurídica sejam membros da família»<sup>96</sup>. Cremos que esta explanação merece duas observações adicionais.

Em primeiro lugar, ao contrário da norma norte-americana, nem a Diretiva, nem os esclarecimentos prestados pela ESMA impõem um travão geracional ao conceito de família relevante para estes efeitos<sup>97</sup>. Sem prejuízo, e para evitar o absurdo de um qualquer «efeito Adão e Eva»<sup>98</sup>, estamos com as vozes que sustentam considerar como *tempus* relevante para efeitos da aplicação da exclusão, o início da atividade do FO, de forma a evitar a pressão e os conflitos com antigos parceiros, cuja integração na exclusão parece não mais fazer sentido<sup>99</sup>.

Em segundo lugar, e novamente em dessintonia com a norma homóloga do outro lado do Atlântico, o privilégio europeu abrange toda e qualquer entidade legal ou estrutura jurídica, adotando, deste modo, como critério, o «benefício familiar», independente, portanto, da estrutura de controlo e detenção do veículo<sup>100</sup>. Quer isto significar que a forma assumida pelo FO acaba por ter pouca preponderância, para estes efeitos<sup>101</sup>.

A terminar, deixar apenas um último apontamento, contendente com o conjunto de entidades que podem eventualmente integrar o «grupo familiar», e com as consequências desse tratamento unitário ou conjunto. De facto, as estruturas jurídicas e os «*family assets*» que circundam o FO e a empresa familiar (caso ela exista), poderão vir a necessitar de serviços de consultoria, em matéria de investimento. Nesse caso, colocar-se-ia a questão de saber se seriam de aplicar as disposições regulatórias da Diretiva 2011/61/UE. É a esta interrogação que o n.º 1 do artigo 3.º procura dar resposta, determinando que: «A [...] directiva não se aplica aos GFIA

<sup>96</sup> Cf. ESMA, «Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA», cit., p. 4.

<sup>97</sup> A não ser em relação aos primos que, segundo as orientações da ESMA, apenas abrangem os «primos em primeiro grau» – ESMA, «Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA», cit., p. 4.

<sup>98</sup> A expressão é de DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., p. 377.

<sup>99</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>100</sup> No Direito norte-americano, exige-se que o FO seja «wholly owned by family clients and [is] exclusively controlled (directly or indirectly) by one or more family members and/or family entities» – cf. Rule 202(a)(11)(G)-1.

<sup>101</sup> Em particular, para a forma de Sociedade Gestora de Participações Sociais, vide o considerando 8 da Diretiva: «As entidades não consideradas como GFIA na acepção da presente directiva não são abrangidas pelo seu âmbito de aplicação. Consequentemente, a presente directiva não deverá aplicar-se a sociedades gestoras de participações tal como definidas na presente directiva».

que giram um ou mais FIAs cujos únicos investidores sejam o GFIA ou as suas empresas-mãe, as suas filiais ou outras filiais das respectivas empresas-mãe, desde que nenhum dos investidores seja ele próprio um FIA»<sup>102</sup>. E sob este prisma, pareceria vantajoso procurar integrar o maior número de entidades, no conceito de grupo, engrandecendo-se a panóplia de entidades «beneficiadas».

Não obstante – e uma vez mais – há que tomar em atenção o facto de «um aparente mar de rosas» poder, afinal, transformar-se numa «turbulenta e negra tempestade», pois que, se o conceito de grupo permite, neste campo, obter vantagens ao nível do menor «peso regulatório», ele corresponderá, noutras, a um vetor de sentido contrário. Pense-se, a título de exemplo, na obrigação de elaboração de demonstrações financeiras consolidadas<sup>103</sup>, nas obrigações de reporte, em matéria de abuso de informação privilegiada<sup>104</sup>, ou, inclusive, na aplicação de coimas, por infrações ao Direito da Concorrência, para cujo cálculo a realidade do grupo é relevante<sup>105</sup>.

Aqui chegados, e não obstante a aparente vantagem de todas as exceções e privilégios – familiar e de grupo –, importa referi-lo: a isenção que assim se almeja e alcança poderá, a final, acarretar tanto de bom, como de mau. Explicamos: se a grande parte dos FO parece querer permanecer afastada das obrigações regulatórias, por imperativos de discrição e flexibilidade, há que não olvidar que a qualidade de FIA e a sujeição aos preceitos da Diretiva [no caso europeu] coenvolve um conjunto de vantagens sobre o prisma i) da proteção, ii) da equidade entre os vários ramos da família, e iii) da possibilidade de acesso a produtos de investimento complexos. Por outras palavras, a sujeição do FO ao regime regulatório poderá acabar por representar uma vantagem significativa (e não um empecilho) para a

<sup>102</sup> No mesmo sentido, a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros que, na alínea b) do n.º 1 do seu artigo 2.º esclarece não ser a mesma aplicável «às pessoas que prestam serviços de investimento exclusivamente à sua empresa-mãe, às suas filiais ou a outras filiais da sua empresa-mãe».

<sup>103</sup> Prevista no artigo 22.º da Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas.

<sup>104</sup> Vide considerando 58 e n.º 7 do artigo 19.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado).

<sup>105</sup> Seguimos, de perto, DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., pp. 379-383.

própria família, vantagem que ela poderá facilmente alcançar, através do *design* do próprio FO<sup>106</sup>.

E é sob este pano de fundo que a nossa conclusão resulta, segundo cremos, evidente. A final, poderá ser a construção de uma equipa transversal, competente e dedicada, a ditar a sorte do FO e da riqueza familiar. Desfecho que nos deixa em condições de analisar o último, mas quiçá mais determinante ponto da nossa análise – a *governance* dos FO.

#### 4.5. A Governação dos *Family Offices*

Há quem afirme que, caso algum dia nos confrontemos com um FO, limitar-nos-emos a ter conhecido um FO, num determinado estado da sua vida<sup>107</sup>. Com esta alusão, fica uma nota que tivemos, já, o cuidado de deixar bem vincada – pensar o FO como uma estrutura rígida e acabada poderá corresponder a uma verdadeira «certidão de óbito à nascença». De facto, ao FO exige-se uma capacidade contínua de adaptação, não apenas à família, cujos interesses visa satisfazer, mas também à cultura em que se insere, ao ambiente regulatório que o vincula, ao cenário fiscal em que se move, bem assim, às diferentes exigências de sucessivas gerações que se multiplicam e que, de repente, se veem confrontadas com uma riqueza para cujo crescimento não chegarão, sequer – e com alta probabilidade – a contribuir. Acresce que, se a ideia do «Ferrari em vez de cargos executivos»<sup>108</sup> parece, na verdade, adequar-se à generalidade das gerações vindouras, cuja atitude é, na maioria dos casos, passiva, estamos em crer não poderem os dirigentes do FO – sejam eles familiares ou não – procurar fazer as vezes do proprietário<sup>109</sup> e abandonar a missão que se encontra na base da constituição do FO – gerir, para a família, o património da família.

Importa, pois, como assunto crucial e prévio à constituição de qualquer FO, pensar uma estrutura de *governance* adequada a responder aos desafios que, ao longo da sua vida, lhe serão colocados.

E são três os temas que se revelam, aqui, centrais – i) a estrutura organizativa e hierárquica (incluindo o controlo e a propriedade do FO); ii) os

<sup>106</sup> Vide, sobre o tema, *idem*, *ibidem*, pp. 374-375.

<sup>107</sup> Vide, JAMES GRUBMAN/DENNIS T. JAFFE, «The resilient single family office: a development perspective», *cit.*, p. 26.

<sup>108</sup> A expressão é de DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», *cit.*, p. 371.

<sup>109</sup> Alertando para este risco de os órgãos de topo do FO virem a assumir uma posição paternalista «ilegítima» sobre os ativos e bens do património familiar, vide JAMES GRUBMAN/DENNIS T. JAFFE, «The resilient single family office: a development perspective», *cit.*, p. 22.

poderes e funções do FO; e iii) a prestação de contas. Para dar resposta a esta tríade, são, também, vários os modelos potencialmente aplicáveis, e que resultam, aliás, distintos consoante o maior ou menor envolvimento de familiares na atividade do FO; a estrutura mais ou menos compartmentalizada do FO; a instituição de mecanismos de prestação de contas e de transparência, entre outros.

A título prévio, é crucial deixar sublinhado que um só FO poderá vir a experimentar vários mecanismos de governação, consoante as exigências heterónomas que eventualmente se venham a erguer, em algum momento do seu ciclo de vida. Quer isto dizer que não haverá, por princípio, um modelo de «*governance* para a vida», sustentação que torna, por conseguinte, premente, que – desde início – o FO se inteire daquilo que o rodeia, e das várias frentes em que se poderá justificar a defesa dos interesses da família. Não é difícil, na verdade, cogitar um momento em que a empresa familiar quede na sua qualidade de mero floco de neve, havendo toda uma panóplia de entidades em seu redor, às quais são «confiados» bens do património familiar<sup>110</sup> e, inclusive, a representação dos ideais da família. Nesse momento, o FO não poderá naufragar, devendo, antes, manter uma presença ativa, constante e participada nos vários blocos familiares. A legitimidade da sua intervenção estará, contudo, dependente de títulos de legitimação (normalmente, contratos), onde os familiares (beneficiários) estabeleçam os aspetos basilares<sup>111</sup> da relação que daí em diante se estabelecerá entre eles e o FO. E este será, talvez, o primeiro desafio para a família.

Em segundo lugar, há que pensar a estrutura jurídica do FO, nomeadamente se o seu órgão de cúpula e de direção deverá contar [apenas] com familiares ou ver-se, antes [parcialmente ou na sua íntegra] preenchido por terceiros independentes<sup>112</sup>, reconhecidos pela sua *expertise*; se se justifica a constituição de comités especializados para as várias funções e serviços prestados pelo FO; se o número de colaboradores e a necessidade de retenção de talento justificam uma equipa de recursos humanos dedicada, por inteiro, ao FO; qual a periodicidade e formato do reporte da atividade aos familiares (presencial, documental, participativo, etc.); qual a intervenção e papel a votar às gerações mais novas, entre outros.

<sup>110</sup> Referindo-se a esta hipótese como regra, DIRK ZETZSCHE, «Family Offices und Familienvermögen zwischen Recht und Regulierung», cit., p. 373.

<sup>111</sup> Aspetos como a remuneração do *staff* do FO, orientações em matéria de investimento (produtos financeiros preferenciais, *tempus* do investimento, limite de risco tolerável, etc.).

<sup>112</sup> Com isto se ganhando em distanciamento e imparcialidade, o que se perde em laços, ainda que o terceiro deva necessariamente ser alguém da confiança da família.

Cientes de que tudo isto poderá, afinal, ser ditado, não só pelo contexto cultural e geográfico em questão, como também pela geração beneficiária, há, de todo o modo, que alertar para a importância de temas como a maior preponderância da formalização de estruturas de governação, à medida em que se dê o afastamento temporal em relação ao fundador da empresa ou ao criador da riqueza familiar<sup>113</sup>; a necessidade de um diálogo constante entre os colaboradores do FO (entre si e com os órgãos diretivos) e com a família, preferencialmente, através de reuniões periódicas (ao invés do simples envio de relatórios escritos)<sup>114</sup>; a opção por estruturas governativas que envolvam as gerações mais novas, de forma a evitar os *gaps* geracionais e as atitudes passivas ou hostis dos familiares em relação ao trabalho desenvolvido pelo FO<sup>115</sup>; ou a instituição prévia de indicadores de qualidade e de processos de avaliação de desempenho dos colaboradores<sup>116</sup>, são todos eles instrumentos que contribuem para o sucesso do FO, evitando que as decisões acabem por ser tomadas, seja pelo único familiar interessado, seja por aquele mais expedito, seja, ainda, pelo ramo da família mais forte, em detrimento de todos os demais.

No que respeita aos órgãos existentes no FO, alguma variabilidade deverá existir, consoante a estrutura jurídica adotada. Num plano meramente teórico, cremos que a departamentalização (através dos comités especializados) poderá revelar-se vantajosa, por assim se evitar a mistura de decisões, sujeitas a enquadramentos regulatórios, por vezes, verdadeiramente antagónicos, e por, desta feita, se fomentar um espírito de equipa mais sólido entre os colaboradores (o que acaba por resultar ancilar da retenção de talento). Não obstante, parece-nos, também, que, nesse caso, a existência de um órgão de cúpula será crucial, pois só assim se poderá garantir a articulação entre as várias medidas e equipas de trabalho, e avaliar a *performance* de cada grupo. Isto dito, que no final do dia a decisão – da família, mediata ou imediatamente (através da sua participação direta na atividade do FO) – corresponda àquela que a família teria tomado, se tivesse o conhecimento e os dados tratados pela equipa do FO.

Por outras palavras, e sumarizando, não há, parece-nos, uma receita de governação ótima que se possa sugerir ou vender aos FO. Tudo depen-

<sup>113</sup> RAPHAEL AMIT/HEINRICH LIECHTENSTEIN/M. JULIA PRATS/TODD MILLAY/LAIRD P. PENDLETON, «Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context», cit., p. 18.

<sup>114</sup> BARBARA R. HAUSER, «The Family Office: Insights into Their Development in the U.S., a Proposed Prototype, and Advice for Adaptation in Other Countries», cit., p. 18.

<sup>115</sup> Idem, *ibidem*, p. 19.

<sup>116</sup> RAPHAEL AMIT/HEINRICH LIECHTENSTEIN/M. JULIA PRATS/TODD MILLAY/LAIRD P. PENDLETON, «Single Family Offices: Private Wealth Management in the Family Context», cit., p. 21.

derá, pois, da complexidade, dimensão e âmbito das respetivas atividades, ingredientes que ditarão, todos, e no seu conjunto, a receita ideal<sup>117</sup>.

## 5. Palavras finais

O presente estudo visou dar um pequeno contributo para a análise de uma realidade que, não obstante efetiva, permanece relativamente esquecida nos trabalhos que vêm sendo votados às empresas familiares e à interação das forças família, empresa e património. Não negamos serem os FO uma solução que – até à data – apenas se viu ser formalizada pelas grandes empresas familiares, facto que em muito se deve aos elevados custos associados, e à complexidade de uma estrutura que parece complicar mais do que facilita. O nosso propósito foi, todavia, chamar a atenção para o facto de não estar aqui em causa uma pura duplicação de estruturas. Muito pelo contrário! Recordando o modelo dos três círculos (família, empresa, propriedade), o FO vem, finalmente, dar resposta a uma esfera que permanecia esquecida. É que os familiares não conseguem, na maioria das vezes, colmatar as necessidades relacionadas com a propriedade e o património, acabando, não apenas por ver o seu objetivo de engrandecimento patrimonial frustrado, como também – e mais grave – por se ver defrontados com a dissipaçāo irracional e injustificada de ativos, que poderiam, na presença de uma gestão atenta, diligente e comprometida, servir os interesses das gerações vindouras. E, desta feita, o FO poderá, afinal, ser a solução para alcançar o tão almejado e diferenciador objetivo das empresas familiares – o longo prazo.

Com efeito, a inexistência de um qualquer mínimo legal, necessário para que uma determinada família possa constituir o seu FO, ou contratar os serviços de um MFO, justifica que esta estrutura, formalizada ou não, deva – pelo menos – integrar o leque de opções e de mecanismos facilitadores da governação corporativa familiar, permitindo a harmonia constante entre as três forças antitéticas – família, empresa e património.

Para tal, e para que as vantagens não quedem obnubiladas pelo prejuízo, pensar a estrutura de *governance* do próprio FO e antecipar as consequências resultantes da adoção de uma determinada forma jurídica (falamos, sobretudo, das repercussões da intervenção dos FO no mercado do

<sup>117</sup> Sobre o tema, vide VANESSA FAKTOR, «New Family Office Governance: Empirical Study of Swiss Family Offices», St. Gallen, University of St. Gallen, School of Management, Economics, Law, Social Sciences and International Affairs.

investimento em produtos financeiros) são pontos cruciais, e prévios à tomada de uma qualquer decisão.

Com isto, terminando. O estudo que encetamos pretende ser apenas uma posição de princípio, reunindo as considerações dispersas que vêm sendo tecidas em torno da figura, e, acima de tudo, procurando sistematizar e encontrar o ponto de ordem naquela que é uma realidade com enorme potencial de crescimento. Que seja um bom ponto de partida.

**RESUMO:** Em Portugal, as cláusulas de «declarações e garantias» adquirem uma natureza jurídica variável dependente do contrato em que se insiram – mera compra e venda de participações sociais ou compra e venda de participações sociais com o objectivo de transmissão do controlo sobre a empresa.

O presente estudo procura definir as fronteiras entre um e outro, bem como o regime jurídico aplicável e a natureza jurídica que estas cláusulas assumem em cada um dos seus contextos contratuais.

**Palavras-chave:** warranty; representations and warranties; share purchase and sale; transfer of company; mergers and acquisitions.

**ABSTRACT:** In Portugal, the legal nature of the «representations and warranties» clauses vary depending on the contract in which they are included – a mere share purchase and sale or a share purchase and sale with the purpose of transferring control over the company.

This study aims to define the boundaries between the former and the latter, as well as the legal regime applicable to, and the legal nature of, these clauses in each of their contractual contexts.

**Keywords:** garantia; declarações e garantias; compra e venda de participações sociais; transmissão de empresa; fusões e aquisições.

GONÇALO SIMÕES DE ALMEIDA\*

## Declarações e garantias na transmissão de empresas\*\* \*\*\*

### I. Introdução

Este trabalho dedica-se ao estudo das cláusulas de declarações e garantias («Representations and Warranties» ou «Warranty» e adiante as «Cláu-

\* Advogado.

\*\* Este texto corresponde, quase na íntegra, à dissertação de mestrado com o título «Cláusulas de Declarações e Garantias na Transmissão de Participações Sociais – Natureza Jurídica e Regime», defendida publicamente em Fevereiro de 2018 e concluída em Maio de 2017, no Mestrado em Direito e Gestão da Universidade Nova de Lisboa. Um desafio irrecusável (faltava determinar a natureza jurídica destas cláusulas) lançado pelo Professor Doutor Vítor Pereira das Neves (seu natural Orientador), a quem agradeço o desafio que não se limitou a propor, mas a alimentar com dúvida. As referências bibliográficas encontram-se actualizadas até à data da sua defesa, com excepção de obras que, entre outras também com interesse, foram entretanto publicadas.

\*\*\* Texto submetido a revisão por pares (*peer review*).

sulas de Garantias» ou «Garantias»), quando inseridas em contratos de compra e venda de participações sociais<sup>1</sup>.

Inspirada numa experiência anglo-saxónica com mais de quatro séculos<sup>2</sup>, as Cláusulas de Garantias apresentam-se como um conjunto de afirmações (na sua maioria) referentes ao objecto do negócio, vinculando a parte que se responsabiliza pelo seu conteúdo<sup>3</sup>. No âmbito do contrato de compra e venda de participações atingem uma complexidade relevante, em extensão, especificidade e efeitos, que concorre com especiais dificuldades na qualificação do contrato em que se inserem. É desta complexidade que resulta a necessidade de estudo e de que se serve este nosso trabalho, como contributo para o estudo mais geral das Garantias.

## 2. Origem das declarações e garantias

Tratando-se de uma figura trazida do direito inglês<sup>4</sup>, importa o estudo do seu contexto de origem. Só ali encontramos o seu verdadeiro significado contratual<sup>5</sup>.

Em Portugal, a finalidade das partes em qualquer criação contratual constitui elemento determinante para uma correcta identificação da sua natureza e regime jurídico<sup>6</sup> – como ensina MENEZES CORDEIRO: «todas as

<sup>1</sup> Independentemente da quantidade ou qualidade destas: acreditamos que não se deve restringir a relevância destas cláusulas apenas aos casos em que esteja em causa a transferência de controlo sobre a empresa, a mera inserção da cláusula deve determinar sempre um mesmo regime, por razões até de coerência na interpretação e qualificação. Veja-se, a título de exemplo, a actual exigência de prospecto para qualquer oferta pública de aquisição no CVM.

<sup>2</sup> Como veremos, estas Cláusulas surgem das garantias, cujo primeiro uso vem documentado em decisão no caso *Chadelor v. Lopus*, datada de 1604.

<sup>3</sup> Também encontramos Declarações e Garantias que vinculam o comprador, mas são residuais em quantidade e em razão do escopo deste estudo.

<sup>4</sup> *Supra*, nota 2.

<sup>5</sup> Embora intencionalmente implícito, sob pena de dificultar a leitura e pela dimensão que este estudo consente, procuraremos encontrar o contexto originário das Cláusulas naquilo que é a sua necessidade de previsão e o seu sentido normativo. Em primeiro lugar, por ser um exercício útil naquilo que é a compreensão do seu uso na prática contratual e, em segundo lugar, por não deixar de ser uma circunstância relevante na interpretação daquela, naquilo a que CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA (*Contratos IV: Função. Circunstâncias. Interpretação.*, Almedina; Coimbra 2014, pp. 281 e seguintes) designa de “elementos do contexto linguístico e situacional”. Um esforço interpretativo que, por se referir a uma cláusula “importada”, não pode prescindir do seu contexto originário

<sup>6</sup> Referimo-nos à relevância do fim e objectivos prosseguidos pelas partes na interpretação do negócio e consequente enquadramento jurídico. Sobre este ponto e a relevância de

normas jurídicas que intervenham num processo devem ser interpretadas e aplicadas em consonância com o objectivo em vista na sequência em causa.»<sup>7</sup>

## 2.1. *Caveat Emptor*

Em contraste com os sistemas românico-germânicos<sup>8</sup>, a *common law* inglesa encontra-se sujeita a uma regra fundamental para o nosso estudo: o risco na avaliação das características do objecto<sup>9</sup> a adquirir recai, geralmente, sobre o comprador – assim dita a regra de *caveat emptor*<sup>10-11</sup>. Simplificando, o comprador é considerado o único responsável pelas diferenças que se verifiquem entre o bem por si idealizado e aquele que efectivamente adquiriu.

uma *purposive approach*, no ordenamento jurídico português, veja-se FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos IV*, cit., pp. 257 e seguintes e 283 e seguintes.

<sup>7</sup> Num paralelismo com o direito processual civil que adoptamos, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português – I Parte Geral, Tomo II: Negócio Jurídico*, Reimpressão da 4<sup>a</sup> Edição, Almedina, Coimbra 2017, p. 154.

<sup>8</sup> Também designados de continentais ou de *civil law*, estes sistemas partilham uma forte influência do direito romano (em Portugal com alguma aplicação subsidiária até ao século XIX) onde encontramos, como legado importante, o princípio geral da boa-fé, de onde resultam especiais deveres de informação (ao contrário do que postula a regra de *caveat emptor*); uma influência que não se encontra nos sistemas de *common law* – sobre este ponto, v. por todos, DÁRIO MOURA VICENTE, *Direito Comparado – Volume I*, 4.<sup>a</sup> Edição Revista e Actualizada, Almedina, Coimbra, 2020, pp. 68 e ss. Defendendo também estes deveres em sede de transmissão de participações sociais, , em obra publicada depois da elaboração da dissertação que deu corpo a este texto, CATARINA MONTEIRO PIRES (*Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*, Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2019, p. 24), que se refere a estes deveres como emergentes daquele princípio e, simultaneamente, da *capacidade funcional* do contrato, embora com reservas mais ou menos explícitas ao longo do texto.

<sup>9</sup> Por objecto, referimo-nos a objecto do negócio, aqui: a coisa ou o direito.

<sup>10</sup> Quanto à sua origem, KEVIN TEEVEN, *A History of the Anglo-American Common Law of Contract*, Greenwood Press, Connecticut 1990, p. 136 e WILLIAMS, "What is the Rule of *Caveat Emptor* and to What Extent Does Part V of the Housing Act 2004 Undermine the Rule?", in *Elements of Land Law*, Oxford University Press, Fourth Edition, Oxford, 2005, pp. 1161 a 1163, os AA. referem-se à obra de Anthony Fitzherbert, intitulada «The Book of Husbandry», de 1534, como primeiro uso da fórmula de que há registo. Teeven define a figura como produto da *common law*.

<sup>11</sup> Regra de âmbito geral naquela *Law of Contracts*. Para esta questão, ver por todos SIR JACK BEATSON, ANDREW BURROWS e JOHN CARTWRIGHT, *Anson's Law of Contract*; 30th Edition, Oxford University Press, Oxford 2016, pp. 276 e seguintes.

Pela positiva, esta regra impõe ao comprador o ónus de se esclarecer<sup>12</sup>. Em geral, ficam abrangidas pelo seu âmbito a qualidade das características do objecto e da sua titularidade<sup>14</sup>.

Pela negativa, esta regra liberta o vendedor de qualquer dever pré-contratual de informação<sup>14</sup>, designadamente quanto a vícios, defeitos, ónus ou limitações; mesmo quando perguntado, o vendedor pode remeter-se ao silêncio<sup>15</sup>.

A regra não é aplicável em três situações<sup>16</sup>: quando uma afirmação do vendedor que tenha influenciado a vontade de contratar se demonstre ser falsa (*misrepresentation*)<sup>17</sup>; sempre que haja erro relevante do comprador, não induzido pelo vendedor (*mistake*)<sup>18</sup>; ou quando o vendedor garanta contratualmente o conteúdo de afirmações suas quanto a características do objecto do negócio (através de uma *warranty*)<sup>19</sup>.

Das três hipóteses, a terceira (*warranty*) é considerada como a mais segura, tendo em conta a dificuldade de prova e exercício de direitos nas

<sup>12</sup> Recaindo sobre si o risco de se verificar qualquer vício, defeito, limitação ou ónus (qualidade e características do objecto). Assim JOHN D. MACCAMUS, "Caveat Emptor: The Position at Common Law" in 2002 *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada: Real Property Law – Conquering the Complexities*, Irwin Law; Toronto 2003, pp. 101 e ss.

<sup>13</sup> Nesse sentido, MACCAMUS, *Caveat Emptor...*, cit., p. 115.

<sup>14</sup> Assim, BEATSON, BURROWS e CARTWRIGHT, *Anson's...*, cit.

<sup>15</sup> Desde que a pergunta não recaia sobre elemento essencial para a formação da decisão em contratar, caso em que o vendedor seria (excepcionalmente) responsabilizado. Nesse sentido, BEATSON, BURROWS e CARTWRIGHT, *Anson's...*, cit. p. 276.

<sup>16</sup> Em termos gerais e de acordo com a síntese exposta por MACCAMUS, *Caveat Emptor...*, cit., p. 102 e seguintes e p. 107 e seguintes. As excepções à regra densificam-se, naturalmente, dentro de cada um dos regimes.

<sup>17</sup> Para esta formulação (simples) de misrepresentation: MINDY CHEN-WISHART, *Contract Law*, Fifth Edition, Oxford University Press, Oxford, 2015, p. 206. Como esclarece LINDA MULCAHY, *Contract Law in Perspective*, Fifth Edition, Routledge-Cavendish, Oxon 2008, p. 102:

«The courts have defined misrepresentation as an untrue statement of existing fact made by one party to the other which, while not forming part of the contract, is nevertheless one of the reasons that induces them to enter into it.»

<sup>18</sup> Sobre este ponto v. NEIL ANDREWS, *Contract Law*, Cambridge University Press, New York 2011, p. 275 p. 275.

<sup>19</sup> MACCAMUS, (*Caveat Emptor...*, cit., pp. 102 a 112), quanto à garantia do vendedor (única via que interessa para o nosso estudo), defende que esta afasta o risco, «by express, implied or statutory warranties that impose the risk of latent and/or patent defects on the vendor.» Também BEATSON, BURROWS e CARTWRIGHT, *Anson's...*, cit. p. 303, defendem: «Normally because of the principle of caveat emptor, the buyer is held to have taken the risk that property sold might prove defective or might be in some way different from that which the parties believed it to be. Alternatively, this risk will have been assumed by the seller if there was an express or implied warranty as to quality or description in the contract.»

outras duas hipóteses. É neste contexto que a sua utilização se torna prática comum na protecção do comprador. De facto, as Garantias são ali consideradas, pelo menos desde 1604<sup>20</sup>, como o melhor meio para afastar aquela regra<sup>21</sup>.

## 2.2. A Prática Inglesa

### 2.2.1. *Representations*

Para nos referirmos a «representation», utilizamos o conceito de «declaração», assim traduzido para a prática contratual portuguesa. Uma *declaração* é tida como uma afirmação produzida por uma das partes<sup>22</sup>, relativa a um facto existente<sup>23</sup> ou a lei aplicável<sup>24</sup>, capaz de influir na vontade das partes em contratar<sup>25</sup>. Distinguem-se daquelas *afirmações* que<sup>26</sup>: i) sejam vagas ou inespecíficas (*puffs*); ii) configurem mera opinião ou crença, sem carácter de verdade (*statements of opinion or belief*); iii) se refiram a factos futuros (*representations as to the future*) – salvo no caso em que a afirmação se refira à expectativa ou crença como facto presente (*statement of present expectation or belief as statement of fact*); iv) afirmem condutas futuras – salvo no caso em que a afirmação se refira à intenção, enquanto facto presente, de agir, no futuro (exemplificando: A tem a intenção de agir de forma X amanhã > B confia nessa intenção > no dia seguinte A não age da forma X e B descobre que nunca houve essa intenção) (*statement of present*

<sup>20</sup> TEEVEN (A History..., cit.), referindo-se à decisão do Tribunal no caso *Chandelor v. Lopus*, datada desse ano, onde se lê «there was no liability unless there was an express warranty».

<sup>21</sup> Localizando, também, a questão da protecção do comprador e a compra e venda de empresas no contexto da regra de *caveat emptor*, quanto à estipulação de garantias: ANDREW STILTON, *Sale of Shares and Businesses: Law, Practice and Agreements*, Sweet & Maxwell, London 2006, p. 133.

<sup>22</sup> Assim DENIS LANE McDONNELL e GEORGE MONROE, *Kerr on the Law of Fraud and Mistake*, Seventh Edition, Sweet & Maxwell Limited, London 1952, p. 26.

<sup>23</sup> Assim, PEEL, *The Law...*, cit., p. 362, afirmando uma nova tendência jurisprudencial na relevância de afirmações em matéria normativa. O pensamento anterior, visível em McDONNELL e MONROE, *Kerr...*, cit., p. 39, sufragava a tese de que o conhecimento da Lei se deve presumir igual entre todas as partes.

<sup>24</sup> Assim, PEEL, *The Law...*, cit., p. 362.

<sup>25</sup> MICHAEL H. WHINCUP, *Contract Law and Practice – the English System and Continental Comparisons*, Fourth Revised and Enlarged Edition, Kluwer Law International, Hague 2001, p. 132.

<sup>26</sup> PEEL, *The Law...*, cit., pp. 362 a 366, identificaremos as designações dadas pelo A. para cada.

*intention as a statement of fact or of intention as implied present assertion of capacity to fulfil it).*

### 2.2.2. *Warranties*

O termo «warranty» corresponde, neste contexto, a *afirmação garantida*<sup>27</sup>.

As Garantias (enquanto conjunto de *afirmações garantidas*) funcionam como mecanismo de compensação: a quebra de uma *garantia* – ou seja, a demonstração de uma diferença entre *empresa afirmada* e *empresa real* – dá lugar a indemnização por danos<sup>28-29</sup>. Só assim não sucede quando aquela quebra torne inexigível a manutenção do contrato, nomeadamente: i) quando a *afirmação* se deva considerar uma *representation*<sup>30</sup>; ii) se a quebra da *garantia* der origem a uma (quase) impossibilidade de cumprimento (*substantial failure*)<sup>31</sup>; e iii) nos casos em que o objecto do negócio esteja sujeito a leis especiais<sup>32</sup>.

Afastamos desde já a sua definição enquanto promessa<sup>33</sup> tal como avançada na doutrina<sup>34</sup>, por não ser completamente aceite<sup>35</sup>. Afastamos,

<sup>27</sup> Assim, STILTON, *Sale...*, cit., p. 133. Também, MARTIN HOGG, Martin, *Promises and Contract Law – Comparative Perspectives*, Cambridge University Press, New York 2014, p. 48: «In English Law, for instance, the word has been used to refer variously to a term of a contract, (...) to a statement of fact held out ('guaranteed') as true».

<sup>28</sup> EDWIN PEEL, *The Law of Contract*, Twelfth Edition, Sweet & Maxwell, London 2007, pp. 888.

<sup>29</sup> ANDREW STILTON, *Sale...*, cit., p. 133, configura esta compensação, no seio da compra e venda de empresas, com o fim: «to compensate the buyer for his loss in the bargain»

<sup>30</sup> Veremos melhor no ponto seguinte.

<sup>31</sup> V. TEEVEN, *A History...*, cit., p. 143.

<sup>32</sup> Como no caso do ordenamento inglês, quanto a bens de consumo, sujeitos que estão a um regime específico (Sale of Goods Act).

<sup>33</sup> No Direito inglês o conceito de promessa tem sido avançado como suficiente para designar o conteúdo de qualquer contrato. Sobre a ideia de uma «promise-based definition of contract» que se pretende generalizar a todos os contratos, v. ROGER BROWNSWORD, *Contract Law: themes for the twenty-first century*, Second Edition, Oxford University Press, Oxford 2009, p. 14 a 28.

<sup>34</sup> Chegando a admiti-la, v. HOGG, *Promises...*, cit., p. 4, 8 e 49. Ideia também veiculada por cá por CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA («As Cláusulas de Declarações e Garantias no Direito Português – Reflexões a Propósito do Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de Março de 2016» in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez – Número 44*, 2016, Madrid, 2016, pp. 15 a 30) e, mais recentemente, MONTEIRO PIRES (Aquisição..., cit., p. 63).

<sup>35</sup> Para HOGG, *Promises...*, cit., só existe certeza nesta caracterização quando o vendedor se obrigue a praticar no futuro determinado comportamento, embora o próprio A. reconheça dificuldades. SALMOND e WILLIAMS (*Salmond and Williams on Contracts [Principles of the Law*

também, o conceito de «desconformidade» que também encontramos na doutrina<sup>36</sup>, uma vez que condicionaria a exposição. No seu lugar, utilizaremos o termo mais dogmaticamente neutro de «divergência» (entre a realidade declarada e a efectivamente observada).

No contexto da transmissão de participações, a doutrina inglesa tem identificado, como regime geral para a compensação por divergência, o pagamento da diferença entre o valor de mercado da participação depois de verificada a divergência e o valor que esta teria sem que se tivesse verificado<sup>37</sup>. Trata-se de colocar o comprador na situação em que estaria sem divergência<sup>38</sup>.

### 2.2.3. *Representations versus Warranties*

Uma afirmação constitui-se, alternativamente, como *representation* ou como *warranty*<sup>39-40</sup>. Tudo depende da sua função: respectivamente, contribuir para a formação da vontade ou responsabilizar o declarante<sup>41</sup>.

Recorremos às palavras de McDONNELL e MONROE<sup>42</sup> para ilustrar a oposição de conceitos, que equivalerá à diferença entre declarar «eu sei que» (*representation*) ou afirmar «eu garanto que» (*contract* e *warranty*).

O uso da locução «representations and warranties» («declarações e garantias») não encontra apoio na doutrina – que unanimemente se refere à Cláusula como «Warranty». A dualidade deve-se, provavelmente, à prá-

*of Contracts]*, Second Edition, Sweet & Maxwell, Limited, London 1945, p. 44, distinguem, sem dificuldade, da seguinte forma:

«A promise is a contractual undertaking as to the future acts of him who makes it; a warranty is a contractual undertaking as to any other fact or event whatever.».

<sup>36</sup> A título de exemplo, JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Compra e Venda de Coisas Defeituosas*, 5<sup>a</sup> Edição, Coimbra 2008, pp. 30 e 31.

<sup>37</sup> Ver, por todos, STILTON, *Sale...*, cit., p. 133 e 134.

<sup>38</sup> Nesse sentido, TIM SANDERS e PHILIP RIDGWAY, *Tolley's Indemnities and Warranties: A guide to the commercial and taxation considerations on the sale of a company*, Tolley Publishing Company Limited, Cornwall 1992, p. 130.

<sup>39</sup> A doutrina inglesa é unânime neste ponto. De facto, já em 1952 McDONNELL e MONROE (*Kerr...*, cit., p. 26) afirmavam a diferença entre as duas figuras.

<sup>40</sup> Sobre a prática contratual segundo a qual se concebe as Cláusulas como dizendo respeito a «Representations and Warranties», STILTON (*Sale...*, cit., p. 137) afirma como contestável que a *garantia* assuma a forma de *representation*, uma vez que as afirmações só se estabelecem com a celebração do acordo – infelizmente, sem aprofundar.

<sup>41</sup> Não interessa o momento, é a natureza da afirmação, resultante da sua função, que a qualificará. Por exemplo, uma declaração pode corresponder, depois, a uma garantia, neste sentido, McDONNELL e MONROE, *Kerr...*, cit., p. 27.

<sup>42</sup> McDONNELL e MONROE, *Kerr...*, cit., p. 26.

tica contratual, na tentativa de aumentar o número de armas ao dispor do adquirente<sup>43</sup> – pese embora não isento de riscos: ao intitular as Garantias de duas formas, em simultâneo, alimentamos a dúvida sobre a natureza da estipulação, podendo o comprador terminar lesado pela opção de um regime que o desfavorece em concreto<sup>44</sup> (por exemplo: quando um Tribunal decide que se trata de protecção contratual de *representations* sem que se consiga provar a sua existência).

Dividiremos ainda as Cláusulas de Garantias, distinguindo entre a *garantia* – enquanto afirmação garantida<sup>45</sup> – e as *afirmações* a que esta se refere – isoladamente consideradas. A primeira designar-se-á de *garantia em sentido estrito* ou *garantia*; e a segunda de *afirmações*<sup>46</sup>.

No seguimento, analisamos, separando: quanto à natureza e efeitos, entre *declarações* e *garantias* («*representations*» e «*warranties*»); quanto ao conteúdo da *garantia* (para efeitos de exposição), entre *garantia* e *afirmações* nesta compreendidas («*warranty*» e «*statements*»).

### 3. Declarações e garantias em Portugal

#### 3.1. Prática Contratual Portuguesa

Em regra, a Cláusula de Garantias – no seu complexo de *afirmações*, *garantia* e regime específico para a indemnização em caso de *divergência* – obedece a uma estrutura bifurcada, de natureza condicional que consiste na construção pelas partes de um quadro factual (um elenco de afirmações garantidas), e a própria *garantia* pelo vendedor<sup>47</sup> (como responsabilização). A par desta construção as partes normalmente convencionam um

<sup>43</sup> Nesse sentido e referindo-se aos advogados dos compradores, STILTON, *Sale...*, cit., p. 133.

<sup>44</sup> Alertando para o risco, STILTON, *Sale...*, cit., p. 138.

<sup>45</sup> Referimo-nos a afirmações garantidas para designar o conjunto de i) afirmações e ii) responsabilização pelo seu conteúdo. Como visto *supra*, a *garantia*, nestas Cláusulas, só existe com uma afirmação subjacente por si garantida, ao contrário das garantias em sentido próprio.

<sup>46</sup> Com HOGG, *Promises...*, cit., p. 49, partilhamos a necessidade de distinguir estes elementos das Cláusulas, embora sem perfilar a sua formulação de garantias em sentido amplo e garantias em sentido restrito.

<sup>47</sup> O termo é utilizado como na prática contratual, sem qualquer rigor técnico-jurídico. As Cláusulas – isoladamente ou no seu complexo de cláusulas – normalmente prevêem pagamentos em função da verificação da *divergência* (como é comum para casos de incumprimento). Não nos referimos à compensação, prevista nos artigos 867.º e seguintes do CC, enquanto modo específico de extinção das obrigações.

regime, mais ou menos extenso, para o accionamento da *garantia* em caso de *divergência* (normalmente em cláusula própria para a indemnização a que as partes designam de *compensação*<sup>48</sup>). Dando origem a um complexo de cláusulas, normalmente diferentes entre si e dispersas no contrato, mas unidas por remissão expressa.

Nos contratos mais completos, é comum encontrarmos, ainda, um conjunto de factos divulgados pelo vendedor (objecto de «*disclosure*»<sup>49</sup>), tendo em vista a redução de âmbito da garantia, normalmente em documento separado (frequentemente designada «*disclosure letter*»<sup>50</sup>).

Na prática contratual portuguesa e internacional é comum que, quando a finalidade seja a de acautelar a verdade da informação<sup>51</sup>, o comprador realize, previamente, auditorias (a designada *due diligence*<sup>52</sup>) sobre a empresa-alvo. Ao passo que a garantia confere apenas uma tutela *ex post*, uma auditoria garante protecção antecipatória, permitindo, por exemplo, equacionar soluções contratuais específicas (como a própria *garantia*<sup>53</sup> ou as comummente designadas de *specific indemnities*<sup>54</sup>), renegociar o preço ou, mais simplesmente, desistir da compra por perda de interesse.

<sup>48</sup> E do vendedor, mas em regra com o elenco mínimo referido *supra*. Pela sua reduzida importância, não nos deteremos no seu regime e tratamento, sem prejuízo de algumas das conclusões a que chegaremos lhe serem aplicáveis.

<sup>49</sup> Sobre a sua utilização, v. por todos SANDERS e RIDGWAY, *Tolley's...*, cit., pp. 191 e seguintes.

<sup>50</sup> Sobre este documento, v. McMEEL, Gerard, *The Construction of Contracts: Interpretation, Implication and Rectification*, Oxford University Press, Oxford, 2007, p. 400.

<sup>51</sup> E não apenas garantir que não sai prejudicado por alguma inverdade; os fins são distintos: garantir que os factos são verdadeiros, é diferente de garantir que, sendo falsos, o comprador não permanece lesado.

<sup>52</sup> Sobre estas, pelo seu resumo, v. por todos, PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução», in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, Coimbra 2011, p. 21.

<sup>53</sup> No sentido da sua maior adequação, STILTON, *Sale...*, cit., p. 43.

<sup>54</sup> Sobre as *indemnities* como solução para acautelar o resarcimento de riscos específicos, veja-se STILTON (*Sale...*, cit., p. 133): «Where however a specific risk has been identified as one in respect of which the buyer requires protection, it may be more appropriate for it to be covered by an indemnity than by a representation or a warranty – an indemnity being a promise by one party (in this case, the seller) to reimburse another (in this case, the buyer) for any loss which that party suffers as a result of the event or circumstances in question». O que não significa que uma exclua o recurso à outra: é comum que se encontrem, num mesmo contrato, temas sujeitos à disciplina das Cláusulas e situações específicas sujeitas a *indemnities*.

O objecto das Garantias é, na sua maioria, a empresa<sup>55</sup>, referindo-se também, frequentemente, ao património da sociedade<sup>56</sup> onde aquela se inclui<sup>57</sup>.

Nos actuais contratos encontramos um conteúdo mínimo bastante generalizado<sup>58</sup>. Como exemplos das que são prestadas pelo vendedor, podemos dar os seguintes aspectos<sup>59</sup>:

- a) Titularidade da sociedade e das participações sociais;
- b) Inexistência de ónus ou limitações;
- c) Verdade contabilística;
- d) Cumprimento de obrigações perante o Estado e outros credores;
- e) Inexistência de procedimentos coercivos de natureza judicial, arbitral ou administrativa, incluindo indícios ou verificação de uma situação de insolvência.
- f) Relações laborais;
- g) Propriedade Intelectual;
- h) Titularidade de direitos reais;
- i) Protecção de dados pessoais;
- j) Seguros.

Já a compensação ocorre, em regra, através da estipulação de pagamentos, pelo vendedor ao comprador, em função da divergência entre a realidade declarada e a verificada. A este título, é comum prever-se que:

<sup>55</sup> A que nos referimos à luz do conceito desenvolvido por JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, (*Curso de Direito Comercial – Vol. I: Introdução, Actos de Comércio, Comerciantes, Empresas, Sinais Distintivos*, 10.<sup>a</sup> Edição, Almedina, Coimbra 2017, pp. 254 e 255): «uma unidade jurídica fundada em organização de meios que constitui um instrumento de exercício relativamente estável e autónomo de uma actividade comercial».

<sup>56</sup> Veja-se a distinção entre património social e património empresarial (a empresa) em COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial – Vol. II: Das Sociedades*, Reimpressão da 5.<sup>a</sup> Edição, Almedina, Coimbra 2017, p. 405 e 406.

<sup>57</sup> Será normal que as partes procurem acautelar todo o património da sociedade, mesmo que apenas lhes interesse em específico determinada empresa (como conjunto de meios), já que todos relevam (de uma forma ou de outra) na aferição do valor das participações que se transmitem.

<sup>58</sup> Assim, SANDERS e RIDGWAY, *Tolley's...*, cit., p. 137.

<sup>59</sup> Para o nosso estudo consultámos vários exemplos em contratos sujeitos à lei e jurisdição portuguesas, de onde resultou que o quadro factual nas afirmações do vendedor engloba, em regra, factos presentes que possam dar causa a uma diminuição do património social da sociedade (ou suas participadas) ou de prejudicar, de alguma forma, o valor da transmissão e características relativas à titularidade das participações (normalmente referindo-se à legitimidade para a venda).

- a) Comprador e vendedor dispõem de determinados períodos de tempo para invocar as divergências, sob pena de caducidade<sup>60</sup> do direito a receber uma *compensação*, no caso do comprador, e de sanções contratuais, no caso do vendedor;
- b) Quando estão em causa *reclamações* apresentadas por terceiros que podem dar origem a uma *compensação*, o vendedor tem o direito de accionar ou determinar os meios de defesa a accionar;
- c) As divergências transmitidas de forma específica ao comprador (por exemplo sob a forma de *disclosures*) ou que constem de elementos fornecidos pelo vendedor para efeitos de auditoria (*due diligence*) não dão lugar a *compensação* ao abrigo das Garantias<sup>61</sup>;
- d) A compensação encontra-se, normalmente, sujeita a limites, como é o caso dos seguintes:
  - i) Um valor mínimo de danos agregado, abaixo do qual não há qualquer obrigação de compensar (muitas vezes apelidado de *basket*);
  - ii) Por vezes, estabelece-se que os valores que se quedam inferiores ao montante estabelecido como sendo o valor de *basket* não darão lugar a qualquer *compensação*, sendo esta paga pelo valor do excesso que o ultrapassa (normalmente apelidado de franquia ou «*deductible*»), embora noutros casos se estabeleça que há lugar ao pagamento de todos os danos verificados (a partir do primeiro euro de compensação) desde que sejam superiores, no conjunto, ao montante de *basket*;
  - iii) Um valor mínimo para cada uma das *divergências*, individualmente consideradas, abaixo do qual cada uma destas não será considerada para o valor total de *compensação* (muitas vezes designado de *de minimis*);
  - iv) Um valor máximo de *compensação*, a partir do qual o vendedor não se encontra obrigado a compensar o comprador (o comummente chamado *cap*)<sup>62</sup>, frequentemente determinado por referência a uma percentagem do preço ou um valor fixo;

<sup>60</sup> Nos termos do artigo 330.º do CC – sobre esta qualificação já se pronunciou CLEMENTE V. GALVÃO («Declarações e Garantias em Compra e Venda de Empresas – Algumas Questões», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez – Número 12: Septiembre – Diciembre 2005*, Madrid 2005, p. 106) no seu primeiro estudo sobre o tema.

<sup>61</sup> Também nesse sentido, CÂMARA e BRITO BASTOS, «O Direito...», cit., p. 21. O que não significa que não possam dar origem ao pagamento de indemnização ao abrigo de outras soluções, designadamente *indemnities*.

<sup>62</sup> Este, comum a todos os contratos analisados.

- v) Limites temporais aplicáveis à compensação no seu montante total – um período máximo findo o qual a compensação caduca – e a cada divergência como fonte de compensação – normalmente definido como prazo máximo de que o comprador dispõe para notificar o vendedor de cada divergência, sob pena de deixar de poder invocá-la.

### 3.2. Declarações e Garantias

#### 3.2.1. Declarações

Conhecido o conteúdo típico da Cláusula de Garantias, analisamo-la nos seus dois elementos: *afirmações* e *garantias*. A distinção é mais aparente do que jurídica, como veremos, servindo apenas como decomposição analítica da figura.

Começamos a análise com as *afirmações*, contrapondo-as com a figura das *declarações* (v. supra 2.2.1.), uma vez que estas últimas são as que se distinguem, verdadeiramente, da *garantia*. Ao longo deste ponto tomamos como premissa constante a garantia das afirmações: estas não se apresentam isoladas, sendo antes acompanhadas da responsabilização pelo vendedor<sup>63</sup>. Não esquecemos também o cenário de assimetria de informação que opõe vendedor (com o domínio da informação) e comprador.

Como resulta do conceito de *declaração* – enquanto transmissão de informação capaz de influenciar a vontade em contratar (supra 2.2.1) –, estamos perante uma questão de relevância pré-contratual das *afirmações*. Importa, por isso, abordar a questão do prisma da culpa na formação dos contratos: para que uma afirmação releve pré-contratualmente, é requisito que o comprador tenha decidido contratar por confiar na informação como sendo verdadeira. Referimo-nos, porque é no âmbito pré-contratual que se coloca a questão, aos deveres de protecção, lealdade e informação impostos pelo princípio da boa fé, na adequação entre *culpa in contrahendo* e boa fé (tutela da confiança e materialidade subjacente)<sup>64</sup>. Nestas cláusu-

<sup>63</sup> Assim, HOGG, *Promises...*, cit., p. 49.

<sup>64</sup> Assim e relacionando a primeira com a segunda, naqueles termos, MENEZES CORDEIRO (*Tratado...* II, cit., pp. 293 e 294). Mais, nos termos da construção do instituto tal como exposta por este A., (cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português, I Parte Geral, Tomo I: Introdução, Fontes do Direito, Interpretação da Lei, Aplicação das Leis no Tempo, Doutrina Geral*, Reimpressão da 4<sup>a</sup> Edição, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 970 a 975) para que se verifique a aplicação deste instituto, será necessário: i) uma situação de confiança; ii) uma justificação para essa confiança (elementos objectivos); iii) um inves-

las o vendedor não convence o comprador a confiar nos factos que aporta para o contrato<sup>65</sup>, antes se responsabiliza pela sua verificação<sup>66</sup>. É na responsabilização do vendedor que repousa o verdadeiro consenso<sup>67</sup>, permitindo um modelo contratual que prescinde da confiança entre as partes<sup>68</sup>. A responsabilização, resultante da *garantia*, expressa em si mesma a possibilidade de inverdade daqueles factos tal como afirmados: deste modo, o comprador aceita um cenário assumidamente potencial de *divergência*. Logo, se a parte que confiaria na informação conta com a possibilidade de a informação ser falsa, não se verifica a premissa de relevância pré-contratual daquelas *afirmações*, tal como exigidas para aplicação do instituto da *culpa in contrahendo*. Assim, pela sua irrelevância na formação da vontade, fica afastada a possibilidade de comparação entre o conceito de *declaração* e de *afirmação*.

As *afirmações*, ao contrário do que sucede com as *declarações*, assumem a natureza de meras *declarações de ciência*<sup>69</sup>, sem intenção de carrear verdade pelo vendedor e inaptas para, isoladamente, condicionar a vontade do comprador.

Este raciocínio mantém-se mesmo quando as partes expressamente refiram que as *afirmações* são consideradas como verdadeiras<sup>70</sup>. O mesmo

timento de confiança (através de actos jurídicos por parte de quem confiou); iv) a imputação da situação de confiança (ter sido a situação de confiança criada por outra pessoa que não aquele que confia). Não nos esquecemos que, na construção e de acordo com o A., os requisitos compõem um sistema móvel que se articula de modo a que, na falta de um, a intensidade de outro o prescinda. Sucede que neste caso, nenhum dos requisitos se considera preenchido, v. notas seguintes. Sobre boa fé e tutela da confiança enquanto princípios do direito comercial, v. ainda ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Comercial*, 4.ª Edição Revista, Actualizada e Aumentada, Almedina, Coimbra, 2019, pp. 235 e ss. e pp. 254 e 255.

<sup>65</sup> Referimo-nos à inexistência de um acto do vendedor com a consequente impossibilidade de se recorrer à imputação da situação de confiança.

<sup>66</sup> Referimo-nos à inexistência de elementos que justifiquem a confiança, como requisito na tutela da confiança – cf. nota anterior.

<sup>67</sup> Referimo-nos à coerência entre materialidade subjacente e negócio celebrado.

<sup>68</sup> Referimo-nos à inexistência de um verdadeiro investimento de confiança por parte do comprador, requisito para a tutela da confiança – cf. notas anteriores.

De facto, não se gera, nem se pretende gerar, confiança nas *afirmações*.

Este é um mecanismo inspirado nos modelos contratuais ingleses, fruto que são da limitada confiança que um comprador pode depositar em qualquer vendedor (recordamos a regra de *caveat emptor*).

<sup>69</sup> Sobre estas v. OLIVEIRA ASCENSÃO, José, *Direito Civil Teoria Geral – Vol. II: Ações e Factos Jurídicos*, 2.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 43 a 45 e 494

<sup>70</sup> Da situação tal como configurada (com uma responsabilização – *garantia*), o comprador que é a parte beneficiada pela *garantia* não prescindiu desta, demonstrando-se que

seria dizer: as *afirmações*, na sua apetência de informação sobre a empresa como eventual objecto do negócio, não são consideradas como tal pelo comprador, não participando – enquanto transmissão de informação – na formação da sua vontade; antes, apenas e só, na sua qualidade de factos pelos quais o vendedor se responsabiliza, *garantindo-os*.

Podemos dizer, com segurança, que a *garantia* (como afirmação garantida) absorve qualquer relevância autónoma das *afirmações*. Em bom rigor, se a prática contratual reflectisse a relação excludente que acabamos de ver, a designação das Cláusulas de Garantias seria designada de «*afirmações garantidas*» ou «*garantias*» e não, como se tornou prática uniforme designar-se, «*declarações e garantias*».

Não ignoramos aqueles casos em que a *garantia* se apresente como acto meramente formal – por exemplo, pela limitação da *compensação* a valores insignificantes face ao valor potencial da *divergência*. Nestas situações, porque não existe qualquer *garantia*, o comprador só pode ter confiado na informação. Confundem-se os conceitos de *afirmações* e *declarações* que passam a ser uma mesma realidade. Quando assim seja, a estas já se pode aplicar o regime da *culpa in contrahendo*.

### 3.2.2. *Outras Afirmações: de legitimidade e obrigatoriais*

Na prática, acontece frequentemente que as partes se refiram a questões de validade do contrato, como de legitimidade – por exemplo: que o vendedor é o titular das participações a alienar – ou a obrigações – que o vendedor se obriga a não praticar determinados actos (muitas vezes: até determinado valor), até à efectiva transmissão das participações. Nestes dois últimos casos, como veremos, as *afirmações* não se assumem como *declarações de ciência*, mas antes a factos vinculados à realidade ou a obrigações a que a parte se vincula; por esta razão serão designadas de *afirmações vinculativas* e analisadas separadamente (infra 5.3).

não confiou na afirmação. O mesmo seria dizer: por muito que as caracterizem como verdadeiras, para efeitos do contrato, as partes não as consideram nessa qualidade. Efectivamente, a responsabilização não se pode apresentar como um acto meramente formal, mas antes verdadeiramente imposto sobre o vendedor – pelo que, ainda que existindo investimento, não seria certamente de confiança, por não haver uma situação de confiança nem justificação desta. Ainda que assim não se considerasse, a mera existência de um investimento de confiança deve tomar-se por insuficiente para efeitos de *culpa in contrahendo*, dada a ausência dos restantes requisitos (v. também notas anteriores).

### 3.3. Garantias

A *garantia* apresenta-se como o elemento dinâmico das Garantias, melhor analisado no seu funcionamento: verificada a divergência (ou conjunto de divergência) é gerada uma obrigação de *dare*<sup>71</sup>, a cargo do vendedor, normalmente enquadrada pelas partes como compensação. Por outras palavras: a constituição desta obrigação encontra-se dependente da verificação de uma divergência.

A *garantia* consiste, assim, numa obrigação dependente de condição suspensiva<sup>72</sup>: a obrigação de pagamento encontra-se suspensa enquanto não se manifestar uma divergência. Também assim se comprehende melhor o papel das *afirmações*: compor um quadro factual que serve de referencial na comparação entre realidade contratual e realidade empírica.

Pelo facto de se apresentar como uma obrigação dependente de uma condição que importa em si a verificação de um evento desvantajoso para o credor-comprador, podemos considerar estar perante uma «garantia» em sentido jurídico<sup>73</sup>. Contudo, nem sempre é assim<sup>74</sup>, razão por que utilizamos o conceito de «garantia» apenas para mais fácil identificação, sem querer com isso assumir nenhuma posição de princípio.

Finalmente e quanto ao âmbito das limitações a que a compensação está sujeita, quando as partes: i) estipulem limites mínimos de valor a atingir (*de minimis e basket*), procuram delimitar a divergência enquanto evento relevante para o preenchimento da condição, caracterizando-o; ii)

<sup>71</sup> Utilizamos, também aqui, a designação de *compensação*, também sem com isso querer assumir nenhuma posição quanto à natureza do pagamento pelo vendedor.

<sup>72</sup> Relembramos a noção de condição suspensiva, adoptada no CC (artigo 270.º): As partes podem subordinar a um acontecimento futuro e incerto a produção dos efeitos do negócio jurídico ou a sua resolução: no primeiro caso, diz-se suspensiva a condição; no segundo, resolutiva. Por vontade das partes, v. PIRES DE LIMA e JOÃO DE MATOS ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado – Vol I: Artigos 1.º a 762.º*, 4.ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra Editora, Coimbra, 1987, p. 250.

<sup>73</sup> Veja-se o conceito de garantia em FERREIRA DE ALMEIDA, Carlos, *Contratos III: Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2016, p. 221.

<sup>74</sup> Consideramos que nem sempre as Cláusulas funcionam como garantia, podendo servir o objectivo oposto de limitação da responsabilidade do vendedor; tratamos esta questão mais à frente, a propósito do regime jurídico aplicável.

Também no seu sistema de origem (anglo-saxónico) o uso do termo levanta reservas, assim WHINCUP, (*Contract...*, cit. p. 133). No sentido de que sem direito de crédito não estaremos perante garantias, PESTANA DE VASCONCELOS, Miguel, *Direito das Garantias*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 53 e seguintes. Assim, o A. chega mesmo a afirmar: «a garantia surge sempre ligada à concessão de crédito». Demonstrando-se que as Cláusulas de Garantias visam precisamente a redução ou eliminação de um direito de crédito, não vemos como possam ser qualificadas de garantia em sentido jurídico.

estabeleçam um limite máximo, referem-se antes à obrigação de pagamento, estabelecendo o valor máximo que o vendedor está disposto a suportar, para aquele contrato. Já em matéria de limites temporais, quando as partes: i) definem um prazo máximo para invocar cada *divergência*, estão a introduzir um prazo de caducidade para o direito (contratual) à sua invocação; ii) fixam um limite temporal para a exigência da *compensação*, estão a definir uma causa de caducidade para o direito à indemnização.

## 4. Regime jurídico nacional

### 4.1. Doutrina e Jurisprudência Actuais

No debate nacional sobre os efeitos da estipulação de Declarações e Garantias encontramos hoje duas posições que se opõem. Uma primeira que se pronunciou pela eficácia em absoluto, defendida, embora com reservas, por CASTRO RUSSO<sup>75</sup>, e uma segunda que contrapõe a sobreposição de normas injuntivas do CC à regulação convencional, em matéria de defeitos ou ónus, defendida, também com algumas reservas, por CLEMENTE GALVÃO<sup>76</sup>.

Como se adivinha, o debate sobre os efeitos passará, necessariamente, pela discussão sobre a admissibilidade das Garantias, nos concretos limites impostos à liberdade contratual que assiste às partes. Onde se concluir pela liberdade, estas cláusulas recolherão plena eficácia, onde se identificar a imposição de normas legais, a vontade das partes será condicionada à observância das suas disposições.

A tese da eficácia em absoluto, defendida por CASTRO RUSSO, quanto a participações sociais de controlo, ultrapassa a questão da admissibilidade defendendo que face às “incertezas e insuficiências”<sup>77</sup> que resultam

<sup>75</sup> Na sua tese de mestrado, FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das Cláusulas de Garantia nos Contratos de Compra e Venda de Participações Sociais de Controlo», in DSR, Ano 2: Vol. 4, Almedina, Coimbra, 2010.

<sup>76</sup> No seu estudo, de 2010, em que revisita o tema já por si trabalhado num artigo de 2005, CLEMENTE V. GALVÃO, Clemente V., «Conteúdo e Incumprimento do Contrato de Compra e Venda de Participações Sociais»; in ROA – Ano 70, Vol. I/IV, Ordem dos Advogados, Lisboa, 2010.

<sup>77</sup> Nas palavras do A., CASTRO RUSSO, «Das Cláusulas...» cit., p. 121.

da aplicação do regime legal, sempre será preferível que vigorem normas contratuais, visando (parece) a segurança das partes<sup>78.79</sup>

Já a segunda tese, parcialmente defendida por CLEMENTE GALVÃO, apresenta como premissa a imposição das normas do CC com um assumido objectivo de tratamento unitário do tema. Esta posição toma a empresa como objecto do contrato, independentemente da vontade das partes em transmitir participações sociais ou a empresa. Na medida em que retira importância à distinção entre duas situações diversas, propondo, como consequência, um tratamento igual para situações distintas – designadamente que se apliquem regras próprias da transmissão de empresa a um contrato onde as partes só pretenderam transmitir participações – parece-nos ainda insuficiente. A maior utilidade desta tese, para o presente estudo, é a da constatação da necessidade no tratamento unitário do tema (que não equivale a tratamento único), procurando um critério de base, de aplicação constante, que permita enquadrar cada situação. Procuramos esse critério neste estudo.

Na jurisprudência o tema ainda é relativamente recente. Pela primeira vez foi reconhecida a validade das Garantias, numa compra e venda de acções, pelo Supremo Tribunal de Justiça<sup>80</sup>, ali com claro acolhimento da primeira tese<sup>81</sup>. Acontece que a segunda tese passou desconhecida – lê-se na decisão, citando a tese de CASTRO RUSSO: «não divergem do transcrito entendimento outros doutrinadores». Terminou a decisão por não ponderar

<sup>78</sup> Sempre se diga que o A. chega a defender a nulidade da auto-regulação em absoluto – nomeadamente, que a eficácia das Cláusulas permaneça intacta em face de normas legais imperativas que a confrontem (referindo-se à possibilidade de estipular cláusula autónoma destinada a tanto) –, como imporia a influência anglo-saxónica subjacente às Cláusulas (cf. p. 121 e nota 25). Sem que, dada a curta extensão do seu estudo, aprofundasse estas conclusões em sentido divergente daquele que acabou por exprimir ali (cf. na sua nota 17).

<sup>79</sup> Posição semelhante parece ser defendida por MONTEIRO PIRES (*Aquisição...*, cit.). Partindo da afirmação de uma *caveat emptor* no direito português (por omissão), mas apresentando recuos na sequência, o A. acaba por concluir que a tutela contratual é prevalente sobre a tutela legal – afirmando mesmo “Na venda da empresa, seria fundamental consagrar com clareza as “garantias”, reforçando o seu carácter e mesmo qualificando-as”. O percurso do seu pensamento, parece-nos, aproxima-se daquele que encontramos em CASTRO RUSSO, preferindo a paz jurídica do intérprete às incertezas na qualificação jurídica das Cláusulas.

<sup>80</sup> Assinalando o momento e o seu significado, TAVARES LOUREIRO e CORDEIRO FERREIRA, («As Cláusulas...», cit.) em extenso e pertinente comentário daquela decisão (Acórdão de 01-03-2016, no Processo n.º 4915/04.9TVLSB.L1.S1), com identificação das limitações que a sua fundamentação apresenta e que se relacionam, em grande medida, com a principal limitação que apontámos à tese defendida por CASTRO RUSSO.

<sup>81</sup> Podemos ler, no resumo do Acórdão: «o vendedor assume plenamente o risco da não verificação da «situação» garantida, independentemente de culpa da sua parte, o que é admissível à luz da liberdade contratual (art. 405.º do CC).» – espelhando aquela teoria.

rar a aplicação de regimes legais (e sua relação normativa com as normas contratuais) nem equacionar a configuração da empresa como objecto (ainda que indirecto) do negócio; bem assim, insusceptível de maior contributo para o presente estudo.

## 4.2. Questão Prévia: Transmissão de Participações ou de Empresa

### 4.2.1. Introdução

Uma empresa pode ser adquirida por duas vias: indirectamente, através da transmissão de controlo da sociedade que a detém, ou directamente, através da transmissão dos meios que a compõem. Quanto à primeira, a doutrina<sup>82</sup> tem entendido que, pese embora as partes configurem expressamente as participações sociais enquanto objecto do contrato, o verdadeiro objecto é empresa, equiparando quanto ao regime legal os dois negócios, designando-se aquela aquisição (equiparada) como transmissão indirecta da empresa.

A equiparação dos dois negócios é relevante no nosso estudo por poder determinar a aplicação dos regimes de compra e venda de coisa onerada ou de coisa defeituosa, tal como previstos no CC, à compra e venda de empresa (por transmissão indirecta), em especial o seu conjunto de normas imperativas<sup>83</sup>, relevantes no juízo de validade das Garantias.

<sup>82</sup> Sobre a evolução da doutrina portuguesa nesta matéria, iniciada em 1948 por Ferrer Correia, v. por todos o recente estudo de M. NOGUEIRA SERENS (*Das Obrigações de Não Concorrência na Negociação Definitiva da Empresa*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 22 a 47), também autor de um outro, sobre a evolução no direito alemão que, pela influência no pensamento português, importa conhecer (v. M. NOGUEIRA SERENS, «A Equiparação de Share Deal a Asset Deal no direito alemão», in *DSR, ano 8: Vol. 16*, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 55 e ss.). Sobre a posição que adoptaremos nesta contenda (quanto a nós: no contexto das Cláusulas de Garantias), v. por todos, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO («Compra e venda de empresa», in *RLJ – Número 3947, Ano 137.º: Novembro – Dezembro de 2007*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007). Pela simplicidade na exposição sobre o tema, veja-se ainda ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit.). Finalmente e porque, de igual forma, se coloca o problema em *common law*, veja-se também a problematização em STILTON (*Sale...*, cit.).

<sup>83</sup> Nesse sentido, quanto ao valor das normas em disputa, veja-se PIRES DE LIMA e JOÃO DE MATOS ANTUNES VARELA (*Código Civil Anotado – Vol II: Artigos 763.º a 1250.º*, 4.ª Edição Revista e Actualizada, Coimbra Editora, Coimbra, 1997). Em específico, quanto às Cláusulas, já se pronunciaram, *en passant e a contrario*, PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO («Compra...», cit., p. 94).

#### 4.2.2. Doutrina na Equiparação

As posições na doutrina portuguesa concentram-se sobretudo:

- a) Na equiparação automática verificando-se transmissão do controlo<sup>84,85</sup>
- b) Numa tese intermédia, defendendo a necessidade de interpretação do negócio para a equiparação<sup>86</sup>;

<sup>84</sup> As hipóteses de transmissão de controlo são aquelas, como veremos adiante, em que o comprador fica investido de poderes tais que se aproxima da figura de um empresário individual, com propriedade directa dos meios que compõem a empresa, independentemente da interposição de uma pessoa colectiva (a sociedade transmitida) que passa a ser uma realidade incapaz de obstaculizar a vontade deste seu novo titular.

<sup>85</sup> COUTINHO DE ABREU (*Curso...* II, cit., p. 368). Com a adesão posterior, mas apenas quando se transmite a totalidade das participações, de ALEXANDRE SOVERAL MARTINS («Da Personalidade e Capacidade Jurídicas das Sociedades Comerciais», in *Estudos de Direito das Sociedades*, 12.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 92 e ss.), defendendo a posição de COUTINHO DE ABREU, pese embora antes, nesse mesmo estudo, afirme que «os sócios apenas têm direitos perante a sociedade e não sobre os bens que integram a sociedade», o A. afirma, num outro estudo, que a equiparação “é legítima ao menos para quem parte de uma concepção da personalidade jurídica das sociedades comerciais que não se fique pela simples forma” (cf. «Transmissão da empresa societária: algumas notas», in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, Volume I, Congresso Empresas e Sociedades*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 437).

<sup>86</sup> Destacamos aqueles que defendem a vontade das partes como critério essencial. Pelo valor teórico e prático, sobre um mesmo caso, cabe especial referência aos pareceres publicados em 1995, a propósito do caso da Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa, da autoria de (por ordem cronológica) JOÃO CALVÃO DA SILVA e de A. FERRER CORREIA e ALMENO DE SÁ (cf. AAVV, *A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Regras sobre Reprivatizações Responsabilidade pelo Prospecto Culpa in Contrahendo Vícios Ocultos das Empresas Reprivatizadas*, Lex, Lisboa, 1995, pp. 203 e ss. e 255 e ss.): o primeiro, que o que “as partes quiseram com a transacção (...) [foi] alienar e adquirir uma sociedade como empresa, ou uma actividade económica organizada em forma de empresa”; os segundos, a necessidade de interpretar o contrato tendo em vista a “vontade negocial dos intervenientes”. Mais recentemente, no mesmo sentido, PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO («Compra...», cit., pp. 82 e ss.) e depois, em sentido convergente, mas distinguindo requisitos adicionais para a qualificação e interpretação do negócio, ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., pp. 729 e ss.). Ainda, a recente adesão de CATARINA MONTEIRO PIRES (Aquisição..., cit., p. 91) que parece subscrever as duas primeiras vias: equiparação automática no caso de venda da totalidade ou quase totalidade do capital social (onde o capital não vendido inexiste ou seja insignificante), recorrendo, depois, à tese intermédia para outra “transmissão de controlo” que não tenha aquela relevância percentual – para a A., a vontade das partes é relevante, embora assumindo natureza subsidiária.

c) Na desnecessidade da equiparação, aplicando-se um mesmo regime<sup>87</sup>.

Antes de mais, para a aplicação dos regimes aplicáveis à transmissão directa de empresa (compra e venda de coisa onerada ou de coisa defeituosa) é necessário que esta se considere objecto do contrato<sup>88</sup> – ou seja, que as partes tenham negociado tendo em vista tal transmissão como fim do contrato<sup>89</sup>. Relevância que damos à vontade das partes na análise das Cláusulas de Garantias<sup>90</sup> e não poderíamos, até por coerência, ignorar aqui. Adoptamos a tese intermédia, por ser essa aquela que encontra na vontade das partes o critério decisivo para a qualificação do negócio, concluindo-se pela equiparação se a finalidade procurada pelas partes for a transmissão da empresa, enquanto objecto de controlo.

Para os defensores da tese intermédia, o critério que se demonstra decisivo na qualificação do contrato é a vontade das partes<sup>91</sup>: o negócio é equiparado se a partes pretendem transmitir o «domínio e controlo»<sup>92</sup> sobre a empresa. De acordo com esta doutrina (maioritária), a análise é feita com recurso à interpretação do contrato, através de indícios<sup>93</sup>: a percentagem do capital social que o comprador detém após a aquisição, aí se incluindo aquela que este já detinha no momento do negócio (balizado entre a maioria e o total deste); o processo negocial; e a forma de fixação do preço.

#### **4.2.3. Transmissão Indirecta: Aquisição de Controlo**

Subscrevendo a tese intermédia, analisamos agora os indícios, agrupados em dois elementos<sup>94</sup>: i) possibilidade de exercício de controlo (nor-

<sup>87</sup> Na defesa expressa desta teoria, GALVÃO («Conteúdo...», cit.).

<sup>88</sup> Para a noção de objecto do contrato como coisa ou direito transmitidos no caso da compra e venda, MENEZES CORDEIRO, *Tratado... II*, cit., p. 538.

<sup>89</sup> Nesse sentido e quanto a este negócio, PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO («Compra...», cit., p. 81) e ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., pp. 731 a 733).

<sup>90</sup> Assim iniciámos este estudo.

<sup>91</sup> V. notas anteriores.

<sup>92</sup> PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO («Compra...», cit., p. 87), os AA. parecem referir-se a um exercício de qualificação tipológica (v. nota 55), embora sem concretizar.

<sup>93</sup> Recorremos, simplificadamente, aos enumerados por PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO («Compra...», cit., pp. 86 e ss.) que representam bem o consenso na maioria da doutrina.

<sup>94</sup> Veja-se a divisão tripartida proposta por ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., pp. 729 e 730), em cuja consolidação da doutrina nos inspirámos.

mas sobre exercício do poder e percentagem do capital detido) e ii) vontade das partes (extraída por interpretação).

São estes elementos que, em conjunto, determinam a possibilidade de qualificação por equiparação. O primeiro elemento, apresenta-se como condição essencial. O segundo, como o critério essencial.

A posição de controlo relativa que o comprador adquire – correspondente ao primeiro elemento – deve, como referimos, ser considerada condição primeira, necessária para a equiparação (à vontade de controlar, tem de corresponder um objecto negocial que o permita<sup>95</sup>), mas não suficiente: não basta a transmissão do controlo para que se considere existir uma vontade dirigida a tanto – a transmissão pode ter na base um mero interesse negocial, através de retorno no investimento<sup>96</sup> e sem qualquer fim de aquisição de controlo ou objectivo de exploração da actividade da empresa por qualquer forma<sup>97-98</sup>.

A transmissão indirecta de empresa equivale, quando verificado o critério da vontade, à transmissão de participações idóneas para exercício de controlo sobre a empresa<sup>99-100</sup> com a finalidade, partilhada entre as

<sup>95</sup> Se o vendedor não pode transmitir o controlo sobre a sociedade, desde logo por não deter participações em qualidade ou quantidade que o permitam, então está a alienar algo de que não dispõe (o controlo sobre a sociedade), podendo mesmo determinar a invalidade do negócio, nas palavras de CASTRO RUSSO («Das Cláusulas...», cit., nota 17) outra posição «importaria, pelo menos aparentemente, uma excepção aos princípios *res inter alios acta* (art.º 406.º, n.º 2, CC) e, pior, *nemo plus juris ad alium transferre potest quam ipse habet*, sendo assim juridicamente impossível.»

<sup>96</sup> Sobre este tema, que não aprofundaremos, v. CHEFFINS, *Corporate...*, cit., pp. 126 e ss.

<sup>97</sup> Nesse sentido e para sociedades abertas, BRIAN R. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control*, Oxford University Press, Oxford, 2008, p. 86, para sociedades fechadas, DARRYL J. COOKE, e JAMES DOW, *Private Equity: Law and Practice*, Second Edition, Sweet & Maxwell, London, 2004 p. 49.

<sup>98</sup> O comprador pode não querer exercer o controlo por não lhe interessar ou por não ser capaz, como notado por SARGANT P. FLORENCE (*The Logic of British and American Industry: A Realistic Analysis of Economic Structure and Government*, Revised Impression, Routledge & Kegan Paul LTD, London, 1961, p. 179). A passividade do adquirente (não exercício de controlo) justifica-se pela melhor preparação de quem gera a actividade da empresa, nesse sentido, v. CHEFFINS (*Corporate...*, cit., pp. 126 e ss).

<sup>99</sup> A ideia de idoneidade como avançada por ENGRÁCIA ANTUNES, «A Empresa...», cit., p. 731.

<sup>100</sup> Referimo-nos, também, ao que PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO designam de “faculdades de decisão” (v. «Compra...», cit., p. 87): o controlo exercido através do direito de voto, na maioria efectiva e relativa que representam tais votos. Veja-se o expressivo elenco exemplificativo de situações concretas capazes de condicionar o peso relativo dos votos proporcionados pela participação adquirida em ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., p. 731, nota 32). De tal forma que, com este último A., admitimos a possibilidade de se concluir, em concreto, que uma percentagem minoritária confere a possibilidade de exercer controlo sobre a empresa.

partes<sup>101</sup>, de transferir o controlo sobre a empresa, titulada pela sociedade, assim transmitida<sup>102</sup>.

#### 4.2.4. *Transmissão Indirecta: Regime*

Quanto ao regime aplicável a *divergências* verificadas numa transmissão indirecta de empresa, a doutrina diverge entre a aplicação (em exclusivo) do regime de venda de bens onerados quanto aos vícios que afectem a participação<sup>103</sup> e o da venda de bens onerados e de coisa defeituosa quanto aos que afectem a participação e a empresa<sup>104</sup>.

Seguindo a tese intermédia, a vontade na aquisição do controlo sobre a empresa é o critério que determina a equiparação entre os negócios<sup>105</sup> pela situação de quase igualdade entre a posição de controlo que o com-

<sup>101</sup> Referimo-nos à relevância da aquisição do controlo, enquanto objectivo de apenas uma das partes, como elemento essencial para a interpretação do contrato. Neste sentido, considerando que, para que releve na interpretação do contrato, o objectivo deve ser conhecido pela outra parte, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos IV*, cit., pp. 283 e seguintes. Não nos esqueçamos que é em sede de interpretação do contrato que a questão do objectivo se coloca.

<sup>102</sup> Seria o caso apresentado ao STJ, atrás referido. No caso, o Tribunal deparou-se com uma transmissão do total das participações sociais, com o elemento adicional de as empresas indirectamente transmitidas servirem para a prossecução de uma actividade idêntica à do comprador e essa intenção ser do conhecimento das partes. Estábamos, assim, perante um claro caso de uma transmissão empresarial indirecta, analisado à luz do três elementos anteriores: ocorreu transmissão do controlo; o contrato, nas suas estipulações e contexto negocial, demonstrava um interesse do comprador, na transmissão das empresas, que pretendia explorar directamente as mesmas, integrando-as na sua rede de empresas já em actividade, vontade que era, aliás, do conhecimento do vendedor. O regime legal seria aplicável, a que acresceria a consequência de os limites convencionados pelas partes para a indemnização deverem ser apreciados como limitação de responsabilidade, sujeita também ao competente crivo do regime legal. As partes configuraram ainda as afirmações, como estando não apenas garantidas, mas como sendo verdadeiras o que sempre obrigaria a ponderar o regime da *culpa in contrahendo* (embora o tenhamos já afastado *supra* 3.2.1.).

<sup>103</sup> Nesse sentido, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO (v. «Compra...», cit., p. 89).

<sup>104</sup> ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., pp. 779 e ss) enumera como divergências: na venda de bem onerado, os ónus, encargos e direitos de terceiro ou limitações parassociais sobre a participação; na venda de bem defeituoso nas participações, dano material (acções ao portador) e divergências quanto ao número, categoria e percentagem de voto que representam. Quanto à empresa, desde que contido o negócio nesta noção de transmissão indirecta de empresa (verificados aqueles três factores que referimos antes), o A. considera admissível a aplicação em geral. Em sentido idêntico, embora referindo apenas vícios que afectem o valor da empresa, COUTINHO DE ABREU (*Curso ... II*, cit., pp. 369 e ss).

<sup>105</sup> Veja-se o nosso resumo *supra* 4.2.

prador pretende adquirir e a posição de proprietário do empresário individual<sup>106</sup> ou, de um prisma funcional: a relativa igualdade entre o exercício de controlo mediado pela sociedade e o exercício do direito de propriedade sobre a empresa<sup>107</sup>.

Em coerência e porque entendemos que a transmissão indirecta de empresa se identifica apenas com transmissão indirecta do património empresarial<sup>108-109</sup>, a equiparação dos negócios determina a aplicação dos regimes da venda de coisa onerada (dos artigos 905.º e seguintes do CC) e da venda de coisa defeituosa (913.º e seguintes do CC) apenas quanto aos elementos patrimoniais da sociedade que compõem a empresa<sup>110</sup> – aquela parcela do património social que se encontra adstrito ou, por alguma forma, relacionado directamente com a empresa (como se de um trespassse se tratasse<sup>111</sup>), excluindo-se da equiparação as estipulações em

<sup>106</sup> Assim o configuram COUTINHO DE ABREU (*Curso... II*, cit., pp. 367 e 368); e SOVERAL MARTINS («Da Personalidade...», cit., p. 92).

<sup>107</sup> Naquilo a que COUTINHO DE ABREU (*Curso... II*, cit., p. 367), designa de “propriedade indirecta ou mediata” sobre a empresa.

<sup>108</sup> Embora não surja discutido em termos explícitos pela doutrina, a questão do âmbito na equiparação não deixa de ser relevante, podendo dividir-se (de um ponto de vista do objecto a titular economicamente) entre transmissão indirecta do património social e transmissão indirecta do património empresarial, como assinala COUTINHO DE ABREU, (*Curso ... II*, cit., pp. 367 e 368); embora sem tomar posição definitiva quanto ao tema (âmbito da equiparação/“equivalência”).

<sup>109</sup> Consideramos que outra posição (equivaler transmissão indirecta da empresa com transmissão indirecta do património social) excede o âmbito da equiparação naquilo que as suas premissas consentem (controlo sobre a empresa), levando a concluir, faliosamente, que empresa e sociedade comercial são a mesma realidade (*petitio principii*) – nada impede, naturalmente e em concreto, que todo o património social se reconduza ao conceito de património empresarial, de tal forma que neste caso e para efeitos de equiparação se considerem, validamente, uma mesma realidade.

<sup>110</sup> COUTINHO DE ABREU (*Da Empresarialidade – As Empresas no Direito*, Almedina, Coimbra, 1999, pp. 349 e 350) oferece, a este propósito, um conjunto de exemplos. SOVERAL MARTINS («Transmissão...», cit., p. 436), dá como exemplos de “empresa defeituosa”: a autorização, por parte do vendedor, ao restabelecimento do anterior proprietário do estabelecimento, antes da concretização da venda; a clínica “vendida” não podia realizar operações difíceis; um hotel que se encontra próximo de um manicómio, “afastando a clientela”; o inquinamento da fonte de água que o estabelecimento explora; quartos de hotel inabitáveis (por exemplo: devido a insectos).

<sup>111</sup> Referimo-nos, naturalmente, quanto aos seus efeitos diante dos artigos 905.º e seguintes e 913.º e seguintes do CC, já não perante todas as outras normas que, tratando em específico cada um dos seus elementos, regulam essa transmissão do lado dos requisitos de validade – sobre esta diferença de regime entre trespassse e transmissão indirecta da empresa, veja-se ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., pp. 755 e ss).

relação ao restante património social<sup>112</sup>. Quanto a *afirmações* relativas a este último, tendo em conta a relevância para a avaliação da empresa e sua viabilidade, poderá ainda estar em causa, na ausência de *garantia*, a aplicação dos regimes da responsabilidade pré-contratual ou do erro<sup>113, 114</sup>

## 5. Conclusão: regime jurídico e natureza

### 5.1. Mera Transmissão de Participações Sociais: Ajustamento do Preço

#### 5.1.1. Introdução: Objectivo

Por norma e nos contratos de mera transmissão de participações sociais (sem vontade dirigida à aquisição do controlo) o interesse do comprador resume-se ao retorno económico do seu investimento<sup>115</sup>. O elemento central das Garantias assume-se aqui como o preço do contrato, na perspectiva do seu cálculo, e não do objecto que se transmite. Razão por que nos referimos às Cláusulas, nestes contratos, como de *garantia de ajustamento do preço*.

Assistimos nestes contratos a uma inserção contratual de factos que, por não se pretenderem verdadeiros, não correspondem a uma transmissão de informação (supra 3.2.1). Servindo antes como referencial para o preço inicialmente fixado, para efeitos de justificação da sua correcção, quando necessária, através de pagamentos pelo vendedor.

#### 5.1.2. Regime Aplicável e Natureza Jurídica

Estamos perante cláusulas que prevêem uma obrigação de pagamento dependente da condição suspensiva de se verificar uma *divergência*, enquanto tal, enquadradas no âmbito da liberdade contratual, como manifestação da

<sup>112</sup> Referimo-nos ao património que, pese embora pertencer à sociedade dona da empresa, com esta última (v.g. com a sua actividade) não se relaciona.

<sup>113</sup> Remetemos, quanto à relação de exclusão entre Cláusula e responsabilidade contratual, para as nossas conclusões no 3.2.1. *supra*, que se aproveitam, com as devidas adaptações, para o erro (sobre a base do negócio ou sobre os motivos).

<sup>114</sup> Por exemplo quando a empresa, em virtude de integrar o património social, se considere reflexamente onerada, por pertencer a esse todo (v.g. passivo oculto da sociedade); dando esse exemplo como uma questão concreta de cisão entre teses possíveis sobre o tema, nas premissas (conceito de empresa), v. COUTINHO DE ABREU, *Curso ... II*, cit., p. 404.

<sup>115</sup> V. *supra* 4.2.3.

autonomia privada, salvo quanto a vícios da participação<sup>116</sup> (v.g. limitações de voto ou o seu peso relativo), aos quais se aplicam os regimes do Código Civil da venda de coisa onerada e da venda de coisa defeituosa, por dizerem respeito ao objecto do negócio – ao contrário do que acontece com a empresa. Assim, quando as partes estipulem limites mínimos e máximos no valor da *compensação* ou no prazo para a exigir, terão de respeitar os regimes legais já referidos quanto a vícios da participação.

No silêncio das partes quanto ao valor da *compensação*, o vendedor deve suportar, pagando, aquilo que se considere ser a diferença de valor actual a que corresponde a *divergência* – correspondendo, por paralelismo, à figura dos danos emergentes – dessa forma restabelecendo, por ajustamento do preço, o valor do contrato.

Nesta *garantia de ajustamento do preço*, aquilo que as partes tiveram em vista foi a situação empresarial enquanto circunstância que influi no valor do contrato. O pagamento da compensação ao comprador, em função da inobservância das declarações, é normalmente calculado com base no preço, cumprindo uma função de ajustamento deste. Essa função justifica-se pela necessidade de celebrar o contrato com a informação disponível, permitindo proceder à eventual correção do preço, na medida da divergência entre empresa afirmada e empresa real. As Garantias revestem, aqui, natureza de *mechanismo de ajustamento do preço*.

## 5.2. Na Transmissão Indirecta de Empresa: Responsabilidade

### 5.2.1. Introdução: Objectivo

Na transmissão indirecta de empresa a finalidade do negócio é a transmissão do controlo sobre a empresa. O objecto das cláusulas cruza-se com o interesse do comprador em assegurar a verdade dos factos relevantes para a sua vontade em controlar<sup>117</sup>. O objectivo das Garantias será o de estabelecer a verdade quanto à realidade da empresa (pode ou não ser

<sup>116</sup> Sobre os vícios que afectam a participação social, enquanto complexo de direitos e enquanto coisa (acções), veja-se ENGRÁCIA ANTUNES («A Empresa...», cit., p. 779), cujo elenco subscrevemos na íntegra.

<sup>117</sup> Nas palavras de COUTINHO DE ABREU (*Do Abuso de Direito – Ensaio de um Critério em Direito Civil e nas Deliberações Sociais*, Reimpressão da Edição de 1999, Almedina, Coimbra, 2006, p. 107): “Os adquirentes das quotas querem é a aquisição da empresa, a fim de poderem dispor dela. É para isso que compram as quotas.”.

comum a ambas as partes) e, quando se prevejam limites à *compensação*, o de limitação da responsabilidade do vendedor<sup>118</sup>.

### 5.2.2. *Regime Aplicável e Natureza Jurídica*

São aplicáveis à transmissão indireta de empresa os regimes da venda de coisa onerada (dos artigos 905.º e seguintes do CC) e da venda de coisa defeituosa (913.º e seguintes do CC), no que concerne a ónus e vícios que afectem a empresa (v.g. o património empresarial).

As Garantias são válidas desde que se demonstrem respeitadas as normas imperativas contidas naqueles regimes<sup>119-120</sup>, como por exemplo: a possibilidade de anulação do contrato nos termos do artigo 905.º CC (anulabilidade por erro ou dolo); a solução do artigo 911.º CC (redução do preço) aplicável a caso de erro não essencial, que afasta o pagamento em exclusivo de uma indemnização, acrescentando a esta a redução do preço; quando haja dolo, a indemnização do vendedor, em caso de anulação do contrato, por danos emergentes e lucros cessantes, prevista no artigo 908.º CC (indemnização em caso de dolo), ainda que se deva a simples erro (cf. artigo 909.º CC).

No campo da plena liberdade contratual, encontra-se apenas o conteúdo das cláusulas que se refira ao restante património social (i.e. subtraído deste aquele que constitui a empresa), na medida em que não se refere ao objecto do negócio. Quanto aos ónus e vícios que se considerem referir ao restante património social, porquanto ainda assim relevante na avaliação da empresa e da participação social, são aplicáveis os regimes dos artigos 227.º (culpa na formação dos contratos) e 252.º e seguintes

<sup>118</sup> Em sentido aparentemente contrário, CATARINA MONTEIRO PIRES (*Aquisição...*, cit., p. 65), defende que existe tutela na inexistência de Garantias e que, simultaneamente, a sua estipulação constitui “reforço da tutela do credor”. A nossa opinião, como resulta da exposição que se segue e da protecção legal em matéria de vícios da participação (cf. *supra* 5.1.2.), é outra: existindo tutela na ausência de Garantias, estas surgirão, sempre e enquanto complexo clausular, como limitação da tutela do credor.

<sup>119</sup> Assim, PINTO MONTEIRO e MOTA PINTO («Compr...», cit., p. 94). Tais normas são, por interpretação *a contrario* do 912.º do CC: i) as dos 905.º, 906.º, 907.º/2, 908.º, 910.º/2 e 911.º, quando não haja dolo; ii) as anteriores e ainda as dos 907.º/1 e /3, 909.º e 910.º/1, em caso de dolo. Normas aplicáveis aos vícios da coisa defeituosa por força da remissão do 913.º/1, todos do CC.

<sup>120</sup> Sobre estes regimes, no caso concreto de venda de participações sociais, v. por todos MONTEIRO PIRES, *Aquisição...*, cit. pp. 115 e ss.

(erro sobre os motivos ou sobre a base do negócio)<sup>121</sup>, na ausência de garantia (v. supra 3.2.1).

Quanto à regulação contratual da compensação, quando se aplique em matéria de factos abrangidos por responsabilidade de fonte legal e na medida em que preveja limites, assistimos à limitação da responsabilidade do vendedor que, sendo embora admissível ao abrigo da autonomia contratual<sup>122</sup>, acreditamos ter de respeitar o regime dos artigos 809.º e seguintes do CC<sup>123</sup> por se tratar de fixação contratual dos direitos do comprador, enquanto credor de indemnização<sup>124</sup>. Referimo-nos aos limites de *de minimis*, *basket*, franquia e *cap*, bem como aos limites temporais.

Mais relevante nesta matéria, é a nossa posição de invalidade quanto aos limites de *de minimis*, *basket* e franquia na transmissão de empresas (directa ou indirecta): na medida em que excluem a responsabilidade sobre danos de determinado valor, violam a proibição de renúncia do artigo 809.º do CC – estabelecer que determinados danos, pelo seu valor, não são invocáveis (*de minimis* e *basket*) ou que até determinado valor nenhum dos danos é indemnizável (franquia), equivale a renúncia antecipada dos direitos do credor, seja quanto a determinados danos (pelo seu valor individual) seja quanto a todos os danos (pelo seu valor conjunto), que não atinjam determinado patamar de valor económico<sup>125</sup>. Mas

<sup>121</sup> A este propósito, veja-se *supra* 4.2.4.

<sup>122</sup> Assim, INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, Inocêncio, *Direito das Obrigações*, Reimpressão da 7.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2014, o A. defende que a norma do artigo 809.º do CC que proíbe a renúncia total dos direitos do credor, é uma norma excepcional perante a norma (princípio) geral do artigo 405.º desse Código, termos em que, cessando a sua vigência pelo âmbito, se aplicará a regra geral. No mesmo sentido, CARLOS MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, pp. 601 e seguintes.

<sup>123</sup> Sobre esta matéria, v. por todos ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Cláusulas Limitativas e de Exclusão de Responsabilidade Civil*, Almedina, Coimbra, 1985.

<sup>124</sup> Embora não especificamente previsto na sua tese, já ANA PRATA (*Cláusulas de Exclusão e Limitação da Responsabilidade Contratual*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 77 e ss.) alertava para cláusulas que “assumem a enganadora forma de garantias positivas” e recuperando o que ao caso interessa: “Parcialmente exoneratória, tal cláusula, na medida em que – directa ou indirectamente – declare inindemnizáveis danos que, por força da lei, o seriam, partilhará da generalidade das restrições à validade que atinjam as cláusulas de irresponsabilidade.”.

<sup>125</sup> Podemos, ainda, admitir que, pelo seu reduzido valor, estas pequenas divergências se possam considerar decorrer da natureza do objecto do contrato (complexidade organizativa ou empresarial), constituindo risco normal do contrato que o comprador aceita. Assim, uma vez estabelecida a obrigação de compensação quanto a estas divergências (apenas excluindo a indemnização em função do seu valor), seria discutível a assunção ou não de riscos por parte do credor da obrigação de indemnização – sobre as dúvidas que a figura

importa compreender a sua estipulação: estes mínimos pretendem evitar que o comprador exija pagamentos de forma abusiva (repetidamente ou para pequenos valores praticamente irrelevantes); contudo, o vendedor terá sempre alternativas para acautelar exercícios abusivos de direito pelo comprador, tanto de fonte legal – v.g. princípio da boa fé no exercício abusivo dos direitos do credor – como de fonte convencional – por exemplo, estabelecendo-se que nos casos em que o montante que se revele inferior àqueles mínimos, só haverá lugar a compensação terminado o período para invocação de divergências, desta forma não se renunciando a qualquer direito<sup>126</sup>.

Já a fixação de um limite máximo (caso do *cap*) só se deve reputar inválido quando, pelo reduzido valor que assuma em comparação com os danos a compensar, corresponda a uma exclusão de responsabilidade. De resto, deve considerar-se, sempre, plenamente admissível.

Neste caso as Garantias apresentam-se como obrigação de informação (verdadeira) – na fórmula mais simples «o vendedor declara e garante que» – e como cláusula de limitação da responsabilidade quando se apõnham limites à indemnização a pagar (v.g. cláusula de compensações com *basket*, franquia, *cap*, e *de minimis*), sempre que a obrigação de indemnização decorra de divergência que afecte o objecto do contrato (a empresa a controlar).

Assim as Cláusulas de Garantias podem adquirir a natureza de obrigação de informação ou, quando se limite também a indemnização a pagar, simultaneamente, de obrigação de informação e mecanismo de limitação da responsabilidade.

levanta, ANA PRATA (*Cláusulas...*, cit., pp. 154 e ss.). Contra a ideia de assunção de riscos implícita na renúncia do direito de indemnização, já se pronunciou desfavoravelmente PINTO MONTEIRO (*Cláusulas...*, cit., p. 132 e 133), cuja opinião subscrevemos. Não cabendo, neste estudo, o aprofundamento do tema, não podemos deixar de partilhar este ponto de partida: a considerar-se estas pequenas divergências como risco aceitável na perspectiva do comprador, deveriam as partes exclui-las do contrato enquanto obrigação contratual (sendo essa a sua vontade) e não, como parece ser a prática, configurando-as como inadimplência cuja indemnização se exclui – por outras palavras: ao invés do credor renunciar à indemnização, as partes deveriam, simplesmente, evitar criar a obrigação de *inexistência* da divergência.

<sup>126</sup> Aparentemente contra, considerando tratar-se de uma “renúncia temporária” sujeito ao regime legal, mas sem concluir, ANA PRATA (*Cláusulas...*, cit., p. 102). Na nossa opinião, trata-se de cláusula justificada, por quanto destinada a salvaguardar um exercício de boa fé no exercício do direito de indemnização por parte do credor – como é o caso de montantes reduzidos face ao valor do negócio, quando é previsível que se possam verificar vários, tendo em conta a natureza específica do negócio e das informações em causa.

### 5.3. Em Especial: Das Afirmações Vinculativas

As afirmações até aqui analisadas não merecem especial designação. A estas opõem-se outras, que designamos de *afirmações vinculativas*, que se verificam na prática contratual e se referem a realidades diferentes das até aqui tratadas – normalmente questões de validade do contrato (como a legitimidade) – ou à constituição de obrigações (como aquelas que atestam que, de futuro, o vendedor adoptará determinado comportamento).

#### 5.3.1. De Legitimidade e de Titularidade

Neste ponto tratamos de dois objectos possíveis das afirmações: da legitimidade quanto às participações transmitidas – *afirmações vinculativas de legitimidade*; e do direito de propriedade da sociedade transmitida sobre a empresa – *afirmações vinculativas de titularidade*.

As afirmações relativas às participações transmitidas (*vinculativas de legitimidade*) enquadraram-se no regime da venda de coisas incertas e de coisa alheia regulada no parágrafo único do número 2.º do artigo 467.º do CCom – embora a Lei permita a venda de participações pertencentes a terceiro, o vendedor ficará obrigado a adquirir por título legítimo a propriedade da coisa vendida e a fazer a sua entrega ao comprador, sob pena de responder por perdas e danos. Estamos sempre perante um vício<sup>127</sup> (cf. artigos 913.º e seguintes do CC), independentemente do tipo de transmissão. A previsão desta matéria nas Garantias poderá servir apenas e quanto a nós, quando acompanhada de limites à *compensação*, como limitação de responsabilidade do vendedor, sujeitando-se ainda assim aos limites vistos supra (5.2.2).

Já as afirmações relativas à empresa transmitida (*vinculativas de titularidade*) merecem dois enquadramentos distintos.

Tratando-se de mera transmissão de participações sociais, não estamos perante uma cláusula que discipline o cumprimento do contrato, naquele que é o seu objecto, mas antes a regulação do preço, por ajustamento, cabendo novamente na liberdade contratual que assiste às partes.

<sup>127</sup> Referimo-nos ao vício que impede a realização do fim a que a coisa se destina – com as devidas adaptações: o comprador pretendeu adquirir o controlo, intermediado pela sociedade, sobre determinada empresa, se essa empresa inexistir fica frustrado o fim prosseguido com aquela aquisição. Este é um regime, como bem salientam PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA (*Código ... II*, cit. p. 206), de carácter objectivo fundado na «especial perturbação causada na economia do contrato».

Já no caso da transmissão indirecta da empresa, estas afirmação encontram-se abrangidas pelo regime da compra e venda de coisa defeituosa, por não deixarem de consubstanciar também um vício (cf. artigos 913.º e seguintes do CC). Neste caso, a utilidade da previsão destas matérias nas Garantias, quando as partes prevejam limites à *compensação*, resume-se à limitação de responsabilidade do vendedor, sujeita aos limites legais (supra 5.2.2).

### 5.3.2. *Obrigacionais*

Aquelas afirmações que se refiram a obrigações (*afirmações vinculativas obrigacionais*), estarão sujeitas aos regimes da obrigação de indemnização e da responsabilidade contratual previstos, respectivamente, nos artigos 562.º e seguintes e nos artigos 798.º e seguintes do CC. Neste caso, quando se prevêem limites à *compensação*, as Cláusulas de Garantias constituem limitação de responsabilidade do vendedor, sujeitando-se aos limites legais (supra 5.2.2).

**RESUMO:** No contexto de um contrato de compra e venda de empresa, por meio da transmissão das participações da sociedade que a detém, são frequentemente instituídos, por acordo entre as partes, mecanismos de tutela (acrescida – face à tutela legal) da posição contratual do adquirente, justificados pela assimetria informativa que existe entre este e o vendedor no que respeita ao “Target”. De entre tais mecanismos, destacam-se, pela importância que assumem na prática negocial, a “Due Diligence” prévia à conclusão do negócio e as cláusulas de garantia inseridas no âmbito do próprio contrato.

**Palavras-chave:** “share deals”; mecanismos voluntários de tutela do adquirente; “Due Diligence”; cláusulas de garantia.

**ABSTRACT:** Within a share deal agreement, the parties usually agree on the inclusion of some mechanisms (beyond the legal protection) to protect the buyer's contractual position, which are justified by the different level of information held by the buyer and the seller concerning the “Target”. Among other mechanisms, we should highlight the “Due Diligence” prior to business' conclusion and the representations and warranties included in the agreement, considering their importance in the commercial practice.

**Keywords:** “share deals”, voluntary mechanisms for buyer's protection, “Due Diligence”, representations and warranties.

RITA CARRILHO DA CUNHA

## Dos mecanismos voluntários de tutela do adquirente em contratos de compra e venda de empresa – em especial: a *Due Diligence* e as *Representations & Warranties*\*

### 1. Considerações introdutórias

O presente trabalho visa fornecer um pequeno contributo no domínio dos contratos de compra e venda de empresa, mais especificamente no que respeita aos mecanismos, de cariz voluntário/convencional, de tutela do adquirente.

O tratamento deste tema justifica-se pela importância que estes mecanismos assumem nas operações de *Mergers & Acquisitions*, sendo muitas vezes decisivos para evitar litígios judiciais e para resolver eventuais diferendos ao nível contratual, prescindindo de uma intervenção contenciosa, mais morosa e dispendiosa para as partes em conflito.

Atualmente, a transmissão da empresa pode ocorrer no contexto de negócios jurídicos muito díspares, sendo inclusivamente possível que a

\* Texto submetido a revisão por pares (*peer review*).

mesma ocorra através da alienação das participações sociais da sociedade no seio da qual a mesma se encontra<sup>1</sup>, situação que é hoje pacífica na nossa ordem jurídica.

Constituindo a transmissão da empresa através da transmissão de participações sociais uma situação comum no tráfego jurídico, necessário se torna estudar os seus contornos, apresentando, na medida do possível, uma perspetiva prática da transação através da qual se concretiza o negócio transmissivo.

Contudo, apesar de hoje ser genericamente admitido o negócio de "*share deal*", conforme veremos mais detalhadamente no capítulo que se segue, a verdade é que a conclusão do mesmo surge associada a várias problemáticas, como seja a da tutela do adquirente das participações sociais. De facto, existindo uma assimetria informativa entre o vendedor e o comprador no que concerne à situação da empresa objeto da transação (o "*Target*"), é frequente que a este último sejam conferidos meios de salvaguarda da sua posição em caso de vício/defeito apenas revelado após a conclusão do negócio<sup>2</sup>.

Como é bom de ver, esses mecanismos foram consagrados pelo legislador e representam a *garantia legal* do adquirente, mas tal não significa que este não queira dispor de uma tutela acrescida, através da consagração de expedientes de cariz convencional/voluntário que acautelem de forma mais completa a sua posição, blindando-a perante a verificação de eventuais contingências.

É precisamente neste contexto que surge a ideia de escrever estas linhas, as quais servem o propósito de estudar algumas questões específicas relativas (i) à auditoria legal eventualmente realizada antes da conclusão da transação, comumente designada por "*Due Diligence*" e (ii) às declarações e garantias eventualmente inseridas no âmbito de um contrato de compra e venda de participações sociais, ambos na qualidade de mecanismos voluntários de tutela do comprador de uma empresa.

<sup>1</sup> Para a identificação das várias posições doutrinárias sobre o tema, ver ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Transmissão da empresa societária: algumas notas», *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, pp. 432-438. Para este Autor, «[n]os casos em que se transmite o controlo da sociedade titular do estabelecimento, também nos parece substancialmente adequado defender a aplicabilidade, ao menos em certas circunstâncias, de regras que poderiam ser invocadas no âmbito da transmissão desse mesmo estabelecimento».

<sup>2</sup> Reportamo-nos aos expedientes legais previstos nos artigos 905.º e 913.º do CC, i.e., ao regime da compra e venda de bem onerado e ao regime da compra e venda de coisa defeituosa.

Ambos os expedientes identificados são largamente utilizados pelas partes contratantes, merecendo por isso uma análise crítica dos seus contornos e de algumas questões específicas que lhes podem estar associadas.

É, portanto, este o caminho que propomos trilhar, cingindo-nos às questões que se vão individualizando ao longo destas páginas – por nós selecionadas atendendo ao interesse que nos despertaram –, tendo em conta a reduzida dimensão do texto que nos impede de fazer um estudo mais aturado e detalhado das matérias em causa. Sem prejuízo, propomos-nos a analisar doutrina e jurisprudência nacionais relevantes, bem como alguns contributos estrangeiros, sempre que se revelar oportuno.

## **2. Da transmissão indireta da empresa: os “share deals”, sua configuração e análise do regime jurídico aplicável**

Neste capítulo, e como forma de contextualização dos capítulos seguintes, em que nos referiremos especificamente aos mecanismos voluntários de tutela do adquirente, pretendemos focar a nossa atenção no negócio de venda da empresa. É nossa intenção fazê-lo de forma simples e concisa, focando os aspetos que reputamos de essenciais, como sejam (i) a configuração legal do negócio; (ii) a estrutura contratual típica e (iii) o respetivo regime jurídico aplicável, essencialmente no que concerne ao tema da tutela do adquirente.

Vejamos em detalhe:

### **2.1. A admissibilidade genérica da equiparação da venda de participações sociais à venda de empresa: critérios relevantes**

É hoje indiscutível e, portanto, pacífico na doutrina e na jurisprudência dos nossos Tribunais superiores que a transmissão de participações sociais da sociedade que detém o estabelecimento pode ser equiparada à transmissão da própria empresa, através de um negócio comumente designado por «share deal»<sup>3-4</sup>. A lei não veda a conclusão da compra e venda

<sup>3</sup> Sobre a equiparação do «share deal» ao «asset deal», ver MANUEL NOGUEIRA SERENS, «A equiparação de share deal ao asset deal no direito alemão», *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, A8, vol. 16, 2016, pp. 55-75; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, 1.º volume, 12.ª edição, Coimbra: Almedina, 2019, p. 312. Refere este último Autor que “(...) é legítimo afirmar que aquela alienação opera uma transmissão indireta da empresa, é instrumento de uma transferência “substancial” do estabelecimento”. O «share

nestes termos, porque as participações sociais são, salvas algumas restrições, livremente transmissíveis (cfr. artigo 328.º do CSC) e, consequentemente, passíveis de constituir o objeto do negócio. Atuando ao abrigo do disposto no artigo 405.º do CC, as partes são livres para conformar os seus negócios nos termos que mais lhes convierem.

Em termos muito simplistas, e porque este não é o objeto do nosso trabalho, este negócio difere da venda direta da empresa (comummente designado por «*asset deal*»), porque neste ocorre a transmissão, a título definitivo, da propriedade do estabelecimento para o adquirente, ao passo que o «*share deal*» se caracteriza por uma transmissão das partes sociais e não do estabelecimento propriamente dito.

Tal significa que, no negócio de «*share deal*», de que nos ocuparemos nestas páginas, o adquirente passa a ser titular das participações sociais do *Target*, ou seja, passa a ser titular de um conjunto de situações ativas e passivas, por assumir a posição de sócio/acionista da sociedade<sup>5</sup>. Contudo, o

*deal*» também é reconhecido além-fronteiras, por exemplo em Espanha. A esse propósito, *vide* MIGUEL GIMENO RIBES, *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Granada: Editorial Comares, 2013.

<sup>4</sup> Reconhecem-se as vantagens inerentes ao negócio de «*share deal*». Como reconhece JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Coimbra: Almedina, 1996, p. 177: «A segunda modalidade – compra de uma empresa através da aquisição de participações sociais da sociedade que a explora – constitui prática corrente na vida dos negócios. Compreensivelmente, pois se a empresa pertence ao património ou constitui o património de uma sociedade, então a participação naquela pode ser obtida através de uma participação nesta, sem ser necessária a transmissão dos elementos do património da empresa. Ou seja, o vendedor torna o comprador titular da empresa através da transmissão das participações sociais na sociedade que a explora».

<sup>5</sup> Ou seja, o adquirente passa a assumir o *status socii*. A propósito da participação social de que o mesmo passa a ser titular, podemos referir que a respetiva natureza jurídica não é assunto unânime na doutrina, pese embora seja opinião dominante a sua configuração unificada, ancorada na ideia de conjunto ou de acervo de direitos e deveres dos acionistas, os quais coexistem sob a cúpula da participação social. Por nós, tendemos a qualificar a participação social do acionista como uma situação jurídica complexa, dotada de uma teia de múltiplos direitos e deveres, e que tende a ser finalisticamente orientada para a prossecução do interesse social, desde que salvaguardada a liberdade do sócio e cuja configuração essencial se atém àqueles que são os principais direitos e deveres cometidos aos acionistas. É certo que os mesmos se encontram intrinsecamente relacionados, permitindo ao acionista ser parte integrante do exercício coletivo da atividade social, constituindo de *per si* uma unidade agregada e concatenada de situações jurídicas ativas e passivas. Na doutrina, existem inúmeras referências à participação social como relação jurídica (neste sentido, *vide*, por todos, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social...ob. cit.*, pp. 400-408), como posição jurídica (defendendo esta qualificação, veja-se KARSTEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4, Aufl., Carl Heymanns, Köln, Berlim, Bonn, München, 2002, p. 547; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, Vol. I, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2007, p. 506; PAULO OLAVO CUNHA, «Breve Nota sobre os direitos dos sócios»,

património da sociedade permanece na esfera jurídica do *Target*, ainda que a titularidade económica da empresa tenha transitado para o comprador, que adquiriu as respetivas participações sociais.

Para os efeitos que ora relevam, é necessário questionar: será o «*share deal*» equiparável ao «*asset deal*» para efeitos de aplicabilidade dos mecanismos de tutela do adquirente no caso de existência de vício/defeito no património da empresa (e não nas participações sociais objeto do negócio aquisitivo), apenas conhecido após a conclusão do negócio<sup>6</sup>?

A doutrina tende a responder afirmativamente a esta questão<sup>7/8</sup>. Autores existem que defendem a equiparação dos dois negócios com base num critério quantitativo<sup>9</sup>: se o adquirente adquire a totalidade ou a maioria das participações representativas do capital social da sociedade, então tal significa que o propósito foi mesmo o de adquirir a empresa e aí a equiparação deve operar.

Uma outra corrente doutrinária e jurisprudencial<sup>10</sup> recorre ao instituto da desconsideração da personalidade coletiva para imputar a titularidade

AA.VV., *Novas Perspectivas do Direito Comercial*, Coimbra: Almedina, 1988, p. 231; JORGE PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.ª ed., Coimbra: Almedina, 2004, p. 223) ou como o *status* do sócio (neste sentido, veja-se o pioneiro desta construção, ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale: I – Parte Generale, II – Società Commerciali*, 2.ª ed., Roma: Foro Italiano, 1933, pp. 219 e ss.). Ainda, FERRER CORREIA, «A Representação dos Menores Sujeitos ao Pátrio Poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais», *Estudos Jurídicos*, Vol. II, Coimbra, 1962, p. 105; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, 6.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 49; PUPO CORREIA, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, 10.ª ed., Lisboa: Ediforum, 2007, p. 216.

<sup>6</sup> Reportamo-nos, a título de exemplo, a incorreções no balanço, a erros na avaliação do ativo da sociedade, a registos incorretos de provisões/imparidades ou à existência de contingências antes desconhecidas ao nível de processos de natureza contenciosa.

<sup>7</sup> Desenvolvendo os critérios apontados pela doutrina para a distinção, *vide* JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share Deal e vícios no património da sociedade-alvo – Breves notas a propósito da tutela do adquirente», *Direito das Sociedades em Revista*, ano 10, vol. 19, Coimbra: Almedina, 2018, pp. 173-181.

<sup>8</sup> Para JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A transmissão da empresa e seu regime jurídico», *Revista da Faculdade de Direito – UFPR*, Curitiba, n.º 48, 2008, pp. 48-49, a solução da questão de saber se estamos perante um «*share deal*» deve ser remetida para «os casos concretos, a obter na base da ponderação de três factores essenciais: a morfologia do poder de controlo societário, a vontade das partes contratantes, e o fundamento das normas legais aplicadas».

<sup>9</sup> A título de exemplo, ver FERNANDO GRAVATO MORAIS, *Alienação e oneração de estabelecimento comercial*, Coimbra: Almedina, 2005, p. 124.

<sup>10</sup> De que são exemplos paradigmáticos, na doutrina, HENRIQUE MESQUITA, T.A., *Acórdão de 31 de Março de 1993*, Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 127.º, 1994-1995, p. 220, e na jurisprudência, o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 27.06.2006, proferido no âmbito do processo n.º 2968/2006-1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), constando do sumário deste aresto o seguinte: «A alienação da totalidade das participações representativas

da empresa ao titular das respetivas participações sociais. Dito de outra forma, para os defensores deste critério, desconsiderar-se-ia a personalidade jurídica da pessoa coletiva para atingir a realidade material subjacente: a transmissão da própria empresa.

Por fim, a corrente que nos parece mais expressiva inclina-se para fazer depender tal equiparação da vontade das partes<sup>11/12</sup>, caso em que será imperativo recorrer às regras da interpretação do negócio jurídico. Se as partes tiveram em vista, com a conclusão do negócio da venda das participações sociais, fazer com que o adquirente passasse a assumir a titularidade da própria empresa e não que o mesmo levasse a cabo apenas um investimento financeiro, então estamos perante uma venda de empresa, com as respetivas consequências ao nível do regime jurídico aplicável.

Tomando posição nesta querela, cremos que tanto a primeira como a última correntes doutrinárias – tendemos a excluir a segunda, porque entendemos desnecessário o recurso a um instituto doutrinário de última *ratio*, como é o da desconsideração da personalidade coletiva – se afiguram úteis à resolução da questão levantada, não sendo portanto excludentes, mas antes complementares uma da outra. Por um lado, a aquisição da totalidade ou da maioria das participações sociais pode ser um claro índice para afirmar que as partes pretenderam que a titularidade jurídica da empresa fosse transferida para a esfera jurídica do adquirente, pois o mesmo passará a ter o domínio do *Target*, podendo, em princípio, efetuar quaisquer negócios que tenham o mesmo por objeto. Contudo, este cri-

*do capital social de uma determinada sociedade comercial constitui um caso de desconsideração da personalidade jurídica e traduz-se no trespasso do respectivo estabelecimento comercial».*

<sup>11</sup> Neste sentido ver, entre outros, A. PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, «A venda de participações sociais como venda de empresa», *Revista de Legislação e Jurisprudência*, n.º 3947, Ano 137.º, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 86-89, que referem o seguinte: «O critério decisivo, é, portanto, o da qualificação do contrato, tendo por base os elementos obtidos pela sua interpretação» (p. 87).

<sup>12</sup> Com idêntico entendimento, ver ainda JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Estudos de Direito Comercial...*, *ob. cit.*, pp. 178-179. Para o Autor, o critério decisivo é o da interpretação da vontade das partes. A propósito do critério quantitativo, o Autor tece críticas que subscrevemos, nos seguintes moldes: «Conhecido o critério, pretender fixar uma percentagem para delimitar e distinguir a compra e venda de ações da compra e venda de empresa seria formal e arbitrário. Mas como compra e venda de empresa deve ser tida a compra e venda de ações quando aquela seja a vontade negocial e o comprador adquira a totalidade ou uma quantidade tal de participações sociais que as restantes (quantité négligeable, quantidade não significativa) na disponibilidade do vendedor ou de terceiro não estorvem de modo decisivo o poder de disposição do adquirente sobre a empresa. Equivale isto a dizer, por outras palavras, que deve ter-se por compra e venda de empresa a transmissão de participação social que confira ao seu titular uma posição correspondente à de titular da empresa».

tério não é isento de dificuldades de implementação, nomeadamente na identificação da percentagem mínima de capital social acima da qual se considera existir venda de empresa.

A pedra de toque deverá ser, a nosso ver, a possibilidade de o adquirente vir a assumir na sociedade uma posição de controlo, independentemente da percentagem de capital social que adquirir<sup>13</sup>.

Por seu turno, a interpretação da vontade das partes constitui elemento inultrapassável sem o qual não é possível garantir que a aquisição de participações sociais tinha efetivamente em vista a aquisição da empresa. Será útil então aferir, através dos elementos contratuais disponíveis, bem como dos contactos mantidos entre as partes durante as negociações, se a situação material da empresa, nomeadamente os ativos e passivos de que a mesma é titular, foi um fator determinante na decisão de contratar do adquirente. Se a resposta a esta interrogação vier a revelar-se positiva, e se a conjugarmos com o critério quantitativo, teremos a equiparação do «share deal» ao «asset deal».

Face ao exposto, e uma vez obtida essa equiparação, é pacífico que a qualidade e o valor do património da sociedade constituem elementos relevantes para o adquirente das participações sociais, o que faz com que o mesmo tenha o direito de os obter em conformidade com o esperado, i.e., com as declarações prestadas pelo vendedor a esse propósito e, consequentemente, vertidas no contrato.

Posto isto, e verificando-se uma divergência entre o que foi contratualmente estabelecido a propósito do valor da empresa e aquilo que vem a revelar-se posteriormente ser a realidade empresarial, a lei tem de fornecer meios de proteção do adquirente contra essa situação. É neste âmbito que surgem as referências às garantias legais do comprador aquando da exis-

<sup>13</sup> Sobre este critério, vide M. NOGUEIRA SERENS, *Das obrigações de não concorrência na negociação definitiva da empresa*, Coimbra: Almedina, 2017, pp. 47-52, de onde resulta que “(...) a equiparação de share deal a asset deal depende da preponderância do comprador das participações sociais (quotas ou ações) no seio da respetiva sociedade – só assim se concebe a existência de uma posição de domínio da empresa social, a favor desse novo sócio, susceptível de ser equiparada à que seria a deste se fosse ele o seu dono”. Analisando a preponderância do novo sócio através daquilo que ele passa a poder fazer sozinho no seio da sociedade, elenca o Autor quatro situações subsumíveis a este conceito: (i) compra de participações sociais correspondentes à maioria qualificada; (ii) compra de participações sociais correspondentes à maioria absoluta; (iii) compra de uma participação social paritária e (iv) compra de uma participação social minoritária, mas à qual cabem, em especial, privilégios de voto ou outras situações de vantagem respeitantes à governação da sociedade (pp. 49-52).

tência de vícios ou defeitos na empresa adquirida<sup>14</sup>, traduzidas na aplicação dos remédios específicos previstos nos artigos 905.º e 913.º do CC, ou seja, do regime da compra e venda de bem onerado e do regime da compra e venda de coisa defeituosa. A este propósito, cumpre referir desde já que a aplicação destes institutos não preclude a possibilidade de recurso ao regime da responsabilidade civil pré-contratual, previsto no artigo 227.º do CC<sup>15</sup>.

Contudo, apesar do interesse que subjaz ao tema, o presente trabalho não constitui sede própria para analisar as garantias legais atribuídas ao comprador em caso de defeito ou vício que sobrevenha na empresa adquirida, pelo que nos vamos cingir, relativamente a esta questão, à sua relação com a garantia voluntária, para o que remetemos para o capítulo 3.2.3 *infra*.

## 2.2. As várias fases contratuais

A este respeito, por nos parecer pertinente, deixamos apenas um breve apontamento, de caráter mais prático, sobre as fases do negócio de transmissão de empresa, realçando que não existe um modelo típico que seja seguido nestas transações, podendo as partes, devidamente assessoradas, conduzir as negociações como entenderem mais conveniente à proteção dos seus interesses<sup>16</sup>.

Sem prejuízo, neste tipo de negócios, é frequente que as partes procedam à assinatura de acordos prévios, através dos quais comunicam formalmente as suas intenções à contraparte e tentam atingir consensos no

<sup>14</sup> A propósito das garantias legais conferidas para proteção do comprador, a bibliografia é relativamente vasta. A título de exemplo, pode ver-se A. PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, «A venda de participações sociais como venda de empresa», *ob. cit.*, pp. 89-93; ANTÓNIO TELES e JOÃO CARMONA DIAS, «Garantia na alienação de empresas», AA.VV., *Aquisição de empresas*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 68-93; JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share Deal e vícios no património da sociedade-alvo...», *ob. cit.*, pp. 181-187; CLEMENTE V. GALVÃO, «Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais», *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. 1/4, n.º 70, 2010, pp. 533-539.

<sup>15</sup> O recurso, por parte do comprador, ao instituto da *culpa in contrahendo*, é defendido por A. PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, *ob. cit.*, pp. 95-98.

<sup>16</sup> Como bem realça PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução» AA.VV., *Aquisição de Empresas*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 19: «*Não há, naturalmente, um procedimento fixo que possa ser descrito como matriz dos processos de aquisição de empresas. Está-se aqui no domínio da autonomia privada, pelo que é a vontade das partes, perante as circunstâncias concretas de cada negociação e a necessidades por si sentidas, que dita a conformação do iter negocial*».

maior número de aspectos possível, sem que tal signifique uma vinculação jurídica à conclusão da transação. Reportamo-nos, entre outros, às cartas de intenção («*letters of intent*») e aos memorandos de entendimento («*memorandum of understanding*»).

Por seu turno, podem as partes ter interesse em vincular-se mutuamente, sem que isso signifique estarem negociados e “fechados” todos os concretos pontos em que se traduzirá o negócio. Nesse caso, as partes podem celebrar desde logo um contrato-promessa de compra e venda de participações sociais ou apenas um contrato-quadro, com o objetivo de regular os principais termos das relações contratuais futuras que virão a estabelecer-se entre elas.

No âmbito desta fase preliminar do negócio, é ainda comum as partes (ou uma das partes) decidirem-se pela realização de uma auditoria à sociedade-alvo, para nivelaarem a informação existente sobre a mesma, munindo o comprador de informações relevantes, das quais, até à data, não dispunha, para que o mesmo possa adotar a decisão de aquisição de forma esclarecida.

Decidindo-se as partes pela implementação da transação, esta seguirá, em princípio, um modelo faseado, com duas etapas perfeitamente individualizáveis<sup>17</sup>: (i) a fase do *signing*, em que são determinados os termos da transação e as partes se obrigam a celebrar o contrato translativo das participações sociais e (ii) a fase do *closing*, em que se efetiva a transmissão das participações sociais, as quais passam a estar na esfera jurídica do adquirente. Nesta fase, são praticados diversos atos concretos, como seja (i) a entrega, ao adquirente, da declaração de transmissão das participações sociais; (ii) o pagamento do preço estipulado e (iii) a entrega, ao adquirente, da carta de renúncia dos membros dos órgãos sociais do *Target*<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Referindo-se ao *Two-Step Model (signing & closing)*, veja-se PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de Empresas...», *ob. cit.*, pp. 22-23.

<sup>18</sup> JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share Deal e vícos no património da sociedade-alvo...», *ob. cit.*, p. 191, alerta para a necessidade de, no período entre o *signing* e o *closing*, serem estipuladas cláusulas a propósito da gestão do *Target*: «Paralelamente à estipulação de D&G, por cautela devem ser previstos covenants, i.e., deveres secundários de conduta, relativos à gestão da Target durante o período intercalar entre o signing e o closing, nomeadamente cláusulas que sujeitem os atos de gestão extraordinária e/ou todos aqueles que ascendam a um determinado montante ao consentimento prévio do comprador, cláusulas que prevejam que a gestão da sociedade se deve orientar pelos padrões anteriormente adotados, bem como covenants que «vinculem o alienante a diligenciar para que se verifiquem as condition precedent que dele dependam». Apenas uma nota para clarificar que as condition precedent são condições de cujo preenchimento depende a efetiva concretização do negócio aquisitivo.

Paralelamente ao contrato de compra e venda das participações sociais, é ainda frequente as partes assinarem outros acordos, como é o caso do (i) acordo parassocial, para regular as relações entre os acionistas do *Target*, caso a transmissão não abranja a totalidade das participações sociais; (ii) contrato de financiamento, para suportar o pagamento do preço de aquisição da empresa e (iii) contrato de depósito *escrow*, para confiar a uma entidade terceira a custódia do montante equivalente ao preço ou dos títulos representativos das participações sociais objeto do negócio.

### 3. Dos mecanismos voluntários de tutela do adquirente

Caracterizado sucintamente o negócio de transmissão da empresa, cumpre neste capítulo apresentar os expedientes voluntários ou convencionais de tutela do adquirente que usualmente as partes utilizam, (i) a *Due Diligence* e (ii) as cláusulas de garantia.

Em concreto, relativamente a cada um destes mecanismos, pretendemos identificar específicos pontos de interesse, sem esgotar, naturalmente, a integralidade dos nódulos problemáticos que poderiam suscitar-se neste contexto.

#### 3.1. Da *Due Diligence*

##### 3.1.1. Finalidades e iniciativa da sua realização

A *Due Diligence*, traduzida literalmente para *diligência devida*, mais não representa do que uma auditoria à sociedade-alvo<sup>19</sup>. Apesar das inúmeras

<sup>19</sup> Focando especificamente o tema da *Due Diligence*, com maior ou menor detalhe, *vide* JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A empresa como objecto de negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”», *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. 2/3, n.º 68, 2008, pp. 750-754; CATARINA RIBEIRO DE FREITAS CALDAS, *Share-deals: Compra e venda de participações sociais*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2013, pp. 29-32; MIGUEL BRITO BASTOS e PAULO CÂMARA, «O Direito da Aquisição de Empresas...», *ob. cit.*, pp. 26-38; BERNARDO MARIA FIGUEIREDO ROCHA FERREIRA, *Garantia do vendedor na compra e venda de empresas*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2016, pp. 39-42; JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share Deal e vícios no património da sociedade-alvo...», *ob. cit.*, pp. 195-205; NUNO CALAIM LOURENÇO, «O intercâmbio de informação entre concorrentes à luz do direito da concorrência – a problemática das trocas prematuras de informação sensível no âmbito de operações de concentração (“gun

ras configurações que a mesma pode assumir e dos diversos âmbitos de realização que a mesma pode revestir, pode ver-se a *Due Diligence*, em termos imagéticos, como um exame de "Raio-X" à sociedade, mais ou menos detalhado, através do qual o comprador adquire um maior conhecimento sobre as características do objeto negocial<sup>20</sup>.

Atendendo à assimetria informativa que necessariamente existe entre o vendedor e o comprador relativamente à empresa objeto da transação, a *Due Diligence* aparece como o meio de excelência utilizado pelas partes para mitigar esse desnível de informação, permitindo colocar o adquirente numa posição mais confortável, porque mais esclarecida e informada<sup>21</sup>,

*jumping")», UNIO – EU Law Journal, No. 1, Centre of Studies in European Union Law, School of Law – University of Minho, 2008, pp. 144-169; TIAGO ALEXANDRE SILVA PRAZERES, *Contrato de Compra e Venda de Empresas*, Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2017, pp. 33-39; NUNO MOURA ROLDÃO e ANA GUEDES TEIXEIRA, «O processo de auditoria legal» AA.VV., *Aquisição de Empresas*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 107-126; FÁBIO CASTRO RUSSO, «*Due Diligence e responsabilidade*», *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2011, pp. 13-26 e «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de Controlo», *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 4, Coimbra: Almedina, 2010, pp. 122-123.*

<sup>20</sup> Salientando o caráter essencial da realização de uma *Due Diligence*, *vide* NUNO MOURA ROLDÃO e ANA GUEDES TEIXEIRA, «O processo de auditoria legal», *ob. cit.*, p. 112: «*Seja portanto pelas razões tradicionais de bom governo e ponderação nos negócios, seja pelo facto de ser hoje amplíssima a responsabilidade das empresas enquanto pessoas colectivas, o processo de auditoria legal afigura-se-nos absolutamente fundamental num processo de aquisição de empresa e insubstituível a sua função preventiva*».

<sup>21</sup> De forma sintética, mas completa, refere JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A empresa como objecto de negócios», *ob. cit.*, p. 753: «*As funções da Due Diligence são, assim, essencialmente, uma função normativa (providenciando informação completa e objectiva que permita uma correcta e livre formação da vontade negocial das partes contratantes), uma função garantística (examinando o objecto negocial por forma a assegurar ao comprador a inexistência de vícios materiais ou ocultos), uma função valorativa (coadjuvando a determinação do preço negocial) e uma função probatória (documentação dos fluxos informativos pré-contratuais entre comprador, vendedor e empresa negociada)*». Especificamente a propósito da assimetria informativa, diz-nos FÁBIO CASTRO RUSSO, «*Due Diligence e responsabilidade*», *ob. cit.*, p. 15, o seguinte: «*(...) a auditoria em apreço visa a obtenção de informação, sendo assim um instrumento de gestão do risco do adquirente. Por assim ser, o combate à assimetria informativa entre comprador e vendedor é comumente identificado como o desiderato a atingir (...)*». O Autor refere-se ainda a outras funções da auditoria, como sejam (i) a determinação do caráter direto ou indireto da transmissão; (ii) a determinação do preço; (iii) a elaboração das cláusulas de garantia e (iv) suporte probatório das informações a que o comprador teve acesso (pp. 16-18). Ainda a este propósito, pronunciam-se MIGUEL BRITO BASTOS e PAULO CÂMARA, «O Direito da Aquisição de Empresas...», *ob. cit.*, p. 21, nos seguintes termos: «*(...) as auditorias assumem uma função de mitigação da assimetria informativa entre as partes (ou entre a instituição financiadora e as partes) que caracteriza tendencialmente estas operações*».

antes de se decidir pela conclusão do negócio e, bem assim, de conformar os concretos contornos que o mesmo assumirá.

A utilidade que é comumente reconhecida à *Due Diligence* radica precisamente no facto de o legislador português não prever, no contexto da compra e venda, um dever geral de informação – *que recaia também sobre o objeto transacionado* – a cargo do vendedor. Contudo, perante a inexistência de um dever de informação com origem legal, a Doutrina, num esforço de introduzir algum equilíbrio entre as posições contratuais das partes, pugna pela aplicabilidade de alguns deveres de informação por via da cláusula geral da boa-fé prevista nos artigos 762.º, n.º 2 e 227.º do CC<sup>22</sup>.

Como é bom de ver, nos negócios de transmissão de empresas, o nível de informação de que o comprador dispõe em momento prévio à sua conclusão pode ser determinante para que o mesmo venha a ser bem-sucedido e para que se evite a tomada de conhecimento, em momento posterior, de vícios da empresa que eram, à data da transação, ocultos e, portanto, desconhecidos do comprador<sup>23</sup>.

A *Due Diligence* afigura-se ainda essencial para determinar o âmbito das cláusulas de garantia que serão estabelecidas no contrato de compra e venda das participações sociais (às quais voltaremos com mais detalhe no capítulo que se segue)<sup>24</sup>. De facto, a extensão e o âmbito de realização da auditoria ao *Target* vão influir no conteúdo das *representations & warranties*, que serão tanto menos exigentes (na ótica do vendedor) quanto mais abrangente for a *Due Diligence*, pois tal determinará um maior grau de conhecimento da sociedade por parte do comprador. Conforme bem ilustra Fábio Castro Russo<sup>25</sup>: «Querendo formular uma *rule of thumb*, pode talvez dizer-se que a extensão (e «credibilidade») da informação obtida em sede de *Due Diligence* se encontra em relação de proporcionalidade inversa com o conteúdo das cláusulas de garantia». Constatase, assim, que os dois mecanismos de garantia ora em análise se encontram relacionados e, portanto, deverão ser utilizados conjuntamente e não alternativamente, por forma a explorar todas as potencialidades associadas aos mesmos.

<sup>22</sup> Cfr. CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*, Coimbra: Almedina, 2018, pp. 21-31. A Autora, após alertar para a inexistência de um *dever geral de informação* a cargo do vendedor, aponta as soluções potenciadas pelo princípio da boa-fé para tutelar, de algum modo, a posição do adquirente.

<sup>23</sup> Quando nos reportamos a vícios, referimo-nos a múltiplas realidades distintas, que podem ir desde erros ou imprecisões no balanço até litígios pendentes cujo desfecho pode influir decisivamente no valor da sociedade.

<sup>24</sup> A propósito desta função da *Due Diligence*, vide FÁBIO CASTRO RUSSO, «*Due Diligence e responsabilidade*», *ob. cit.*, p. 17 e «Das cláusulas de garantia...», *ob. cit.*, p. 123.

<sup>25</sup> FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia...», *ob. cit.*, p. 123.

Sobre esta interação escreve Alexandre de Soveral Martins<sup>26</sup>, demonstrando que nenhum dos mecanismos em apreço substitui o outro, essencialmente por duas ordens de razão: (i) desde logo, pelos diferentes momentos temporais em que um e outro são utilizados e pelas circunstâncias – necessariamente diferentes – em cada um dos *timings* e (ii) adicionalmente, pelo facto de as conclusões obtidas em sede de *Due Diligence* permitirem uma maior precisão na redação das cláusulas de garantia.

Tal significa que a *Due Diligence* pode assumir funções distintas<sup>27</sup>, consoante a encaremos da ótica do vendedor ou, antes, da perspetiva do comprador: para o vendedor, a auditoria serve o propósito de transferir para o adquirente o ónus de verificação de vícios ou defeitos na empresa transmitida, podendo ainda visar outros objetivos, como seja a percepção do valor real da empresa (para a determinação do preço de venda) e dos vícios/defeitos de que a mesma pode padecer, a antecipação de eventuais contingências que venham a ser apontadas pelo comprador e o controlo sobre a informação (que pode assumir caráter confidencial) que possa vir a ser revelada neste âmbito; por seu turno, o adquirente pretende, como já se deixou referido, conseguir o máximo de informação possível sobre o *iter transacionado*, por forma a decidir, com base em todos os elementos relevantes, concluir ou não o negócio, podendo igualmente negociar com conhecimento real da empresa o teor das cláusulas de garantia a incluir no contrato que vier a ser celebrado.

<sup>26</sup> ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Due Diligence ambiental na aquisição do controlo de empresas», AA.VV, *Risco Ambiental*, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2017, pp. 167-168: «As «declarações e garantias» substituem um processo de due diligence? Não nos parece. Enquanto a due diligence na compra e venda de participações anterior à celebração do contrato ocorre em momento de abertura, já as representations and warranties ganham importância depois de celebrado o contrato. Nessa altura, o vendedor não estará tão disponível para ouvir as reclamações do comprador (sobretudo se o vendedor já recebeu o preço). Além disso, a prova posterior do que acontecia à data do contrato pode ser difícil. E não podemos esquecer a possibilidade de o vendedor ficar insolvente.

Por tudo isso, a realização de um processo de due diligence deve ser ponderada no âmbito da compra e venda de participações. Além disso, a própria due diligence permitirá depois redigir as «declarações e garantias» com maior aproximação à realidade».

<sup>27</sup> Baseando-se na Doutrina alemã, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas...*, ob. cit., p. 33, sintetiza as funções da *Due Diligence* nos seguintes moldes: «Sistematizando, a auditoria visa sobretudo quatro funções. Em primeiro lugar, identificar circunstâncias e riscos que poderão influenciar a decisão de comprar (...). Depois, apurar circunstâncias e riscos que poderão ser objeto de declarações e garantias (...). Em terceiro lugar, verificar ou clarificar vicissitudes relevantes para a formação do preço da venda da empresa (...). Finalmente, permitir um “retrato” da sociedade alienada, o que poderá ser relevante no futuro, designadamente para efeitos probatórios (...).».

Assim, é usual que seja o adquirente, atendendo à essencialidade da função que para este assume, a solicitar a realização de uma auditoria, através dos membros do seu órgão de administração. São, portanto, estes que têm o maior interesse em conhecer em pormenor a empresa a adquirir, motivo pelo qual se discute se a realização da *Due Diligence* constitui um dever a cargo da administração da sociedade adquirente.

A propósito desta questão, Paulo Câmara e Miguel Brito Bastos identificam de forma clara os pontos de partida para a sua resolução, localizando-os normativamente nos artigos 64.º, n.º 1 e 72.º, n.º 2 do CSC<sup>28</sup>. De facto, a indagação acerca da existência de um dever a impender sobre os administradores da sociedade que vai adquirir a empresa tem de ancorar-se nos deveres de cuidado e lealdade da administração e na modelação do seu conteúdo.

Em abstrato, podemos dizer que existe um ónus<sup>29</sup> do adquirente em promover a realização de uma auditoria à sociedade, na medida em que é sobre o mesmo que impende o risco de aquisição de uma empresa com vícios/defeitos (independente dos remédios legais de que o mesmo pode lançar mão nessa eventualidade). Perante o ónus identificado, cabe aos administradores do adquirente, que adotaram a decisão de celebrar a transação, fazê-lo de forma informada e com o menor prejuízo possível para a sociedade que administram, sempre respeitando (e promovendo) a realização do interesse social, o que em princípio fará com que não prescindam da fase da auditoria à empresa.

Contudo, como bem assinalam os Autores que se debruçam sobre o tema, poderá não ser exigível aos administradores, no âmbito dos seus deveres de cuidado perante a sociedade (cfr. artigo 64.º do CSC), a prévia realização de *Due Diligence*. Essa será uma ponderação a fazer pelos pró-

<sup>28</sup> PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de Empresas...», *ob. cit.*, p. 18. No mesmo sentido, JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share deal e vícios no património da sociedade-alvo...», *ob. cit.*, pp. 199-200 e CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas...*, *ob. cit.*, p. 45.

<sup>29</sup> Também qualificando a realização da *Due Diligence* como um ónus a cargo do comprador, veja-se Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 26.11.2014, proferido no âmbito do Processo n.º 282/04.9TBAVR.C2.S1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt)., no qual se refere que “[é] comum aludir-se a deveres de informação, de comunicação e de esclarecimento na fase negociatória de qualquer contrato, mas não se pode olvidar que a densificação desses deveres é bastante variável, acentuando-se que, no caso de aquisição de empresas, existe, da parte do comprador, um ónus de informação deste, que implica uma cuidada auditoria à sociedade que pretende adquirir, uma verdadeira diligência devida ou due diligence (cf. Paulo Mota Pinto e Pinto Monteiro, *op. cit.*, págs. 77 e 91)».

prios caso a caso, perante as circunstâncias concretas do negócio a concluir e o risco envolvido na transação.

Assim, casos existirão em que um conhecimento mais aprofundado da sociedade, necessário à tomada da decisão de aquisição, só será possível de obter através da informação disponibilizada em sede de *Due Diligence*, ao passo que outras situações se verificarão em que a decisão de compra da empresa poderá ser considerada conforme ao interesse social sem que seja necessária a prévia realização de uma auditoria (ou que, não sendo possível realizar a *Due Diligence* em tempo, seja mais avisado decidir adquirir a empresa, ainda que com um nível de informação mais reduzido do que seria desejável no caso).

Tudo dependerá da densificação, no caso concreto, do termo “deveres de cuidado”. Em abstrato, conforme bem nos ensina António Menezes Cordeiro em artigo especificamente dedicado ao tema, «*tais deveres [os de cuidado] parecem reportar à disponibilidade, à competência técnica e ao conhecimento da sociedade. Na realidade, estes três elementos constituem outros tantos deveres, que explicitam, em moldes não taxativos, o teor do tal “cuidado”*». Se procurarmos generalizar encontramos o conteúdo positivo da gestão. Ou seja: os administradores devem gerir com cuidado, o que implica, designadamente, a disponibilidade, a competência e o conhecimento»<sup>30</sup>. Como o Autor pretende assinalar, o conteúdo do dever de cuidado não é sempre idêntico e não é possível definir aprioristicamente, sem conhecimento do caso concreto, qual a atuação conforme a tal dever.

Haverá ainda que tomar em consideração o disposto no artigo 72.º, n.º 2 do CSC, que aborda o conceito de *business judgement rule*, de acordo com o qual a responsabilidade dos membros da administração é excluída se estes demonstrarem ter atuado em termos informados, livres de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial.

Perante estes normativos, de conteúdo relativamente indeterminado, fica claro que aos administradores não competirá promover a realização de uma auditoria como um dever a observar, em termos genéricos, para toda e qualquer transação e sem atentar no caso concreto; esse dever só existirá se e na medida em que a realização dessa auditoria seja condição necessária do cumprimento dos deveres legais que sobre si impendiam.

Ou seja, o direito português não institui a realização de auditoria legal como diligência prévia necessária à conclusão de um contrato de compra e venda de empresa, antes deixando nas mãos da administração da socie-

<sup>30</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades», *Revista da Ordem dos Advogados*, Vol. 2, n.º 66, 2006, p. 21.

dade adquirente a ponderação acerca da necessidade e/ou pertinência de o fazer.

A opção do legislador parece-nos sensata e adequada à prática comercial: os administradores serão as pessoas que se encontram melhor posicionadas para fazer essa avaliação, evitando a realização obrigatória de auditorias quando o adquirente já tem, relativamente ao "Target", os dados suficientes para adotar uma decisão esclarecida.

Perante isto, e atendendo à significância conferida aos deveres de cuidado a cargo da administração, podemos com segurança afirmar que a não realização de *Due Diligence* em momento prévio à conclusão do negócio não constitui, de *per si*, uma violação desses deveres. Em nosso entender, os administradores só têm de assegurar-se de que têm informação suficiente para tomar uma decisão esclarecida e que não colida com o interesse social, tendo margem de liberdade para decidir se, para o efeito, necessitam da realização de uma auditoria à sociedade-alvo.

Do que antecede resulta que, caso o comprador opte pela não realização de *Due Diligence*, tal circunstância não poderá, *per si*, desvincular o comprador de prestar qualquer informação nem mesmo desresponsabilizá-lo em absoluto por qualquer vício ou defeito que sobrevenha na empresa objeto de transação<sup>31</sup>.

### 3.1.2. Âmbito de realização

Conforme se deixou referido no ponto precedente, a realização de *Due Diligence* dependerá do contexto negocial que rodeia a transação, o que, evidentemente, terá igualmente repercussão no âmbito da auditoria que venha eventualmente a concluir-se.

A sociedade adquirente (ou mesmo o vendedor, no caso de uma *vendor's Due Diligence*)<sup>32</sup> deverá, com o auxílio de consultores externos, analisar

<sup>31</sup> Cfr. CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas...*, *ob. cit.*, pp. 37-38. Nas palavras da Autora, "[...] caso o comprador opte por prescindir de uma auditoria, daí não se retira, sem mais, que ficam em absoluto excluídos os deveres de informação e esclarecimento por parte do vendedor, nem a responsabilidade deste. Por um lado, porque a realização da auditoria não é um dever do comprador. Por outro lado, porque os deveres de informação do vendedor são impostos pela regra da boa-fé determinados perante o caso concreto".

<sup>32</sup> No seu artigo «*Due Diligence e responsabilidade*», *ob. cit.*, p. 18, FÁBIO CASTRO RUSSO dá conta da situação em que a iniciativa da auditoria cabe ao vendedor: "(...) pode o próprio vendedor pretender a realização de uma auditoria, o que acontece frequentemente quando este promove um «leilão» pela compra das participações sociais de que é titular. Diga-se de passagem que algo não muito diferente ocorre aquando da elaboração de um prospecto relativo a uma oferta

devidamente os aspetos essenciais do *Target*, a começar pela sua situação económico-financeira e fiscal, pela avaliação do património detido pelo mesmo, sem contudo descurar outros aspetos, de cariz contratual e societário, laboral, fiscal, de propriedade industrial, licenciamento e direito público, seguros e, ainda, o eventual envolvimento da sociedade-alvo em processos de natureza contenciosa.

Porém, o âmbito de realização da *Due Diligence* e as matérias compreendidas na análise efetuada não serão sempre idênticos<sup>33</sup>. Pode o comprador pretender um estudo mais exaustivo da realidade da empresa ou, ao invés, bastar-se com uma análise mais superficial (*high level Due Diligence*) ou mesmo apenas com a identificação das contingências mais prementes (*red flag Due Diligence*). Tudo dependerá, a nosso ver, do risco envolvido no negócio (aqui pensando essencialmente no preço de aquisição e nas garantias prestadas) e do controlo que a participação social a adquirir lhe conferirá na sociedade.

É também muito comum que o requerente da *Due Diligence* fixe valores de referência ("thresholds") para a análise da documentação da auditoria, abaixo dos quais não se considera relevante a eventual contingência daí resultante. Reportamo-nos, a título de exemplo, ao valor de determinados contratos (de fornecimento, de financiamento, de prestação de serviços variados...) e ao valor da causa nos processos judiciais. Por outro lado, o requerente da auditoria também pode decidir circunscrever a análise da informação a um determinado período temporal ou a uma amostra relevante (por exemplo, no caso de a empresa ter muitos trabalhadores ao seu serviço, a análise pode ser circunscrita a uma parte deles, selecionados por recurso a critérios previamente estabelecidos), evitando a análise da integralidade da informação disponibilizada, que pode assumir uma dimensão incompatível.

Essencial se torna, pois, para efeitos de apuramento de eventuais responsabilidades, que seja incluído um *disclaimer* no relatório de *Due Diligence*, identificando todas estas limitações materiais e temporais, de modo

*pública de venda, o que se explica em face da assimetria informativa também aí existente*", realçando novamente esta ideia mais adiante (pp. 20-21), ao afirmar que "[e]mbora, como se frisou já, seja menos comum, não é de excluir a hipótese de a due diligence ter lugar por iniciativa do vendedor, o que poderá ser motivado por o próprio vendedor ter um reduzido conhecimento da sociedade-alvo e não pretender ser surpreendido perante o comprador ou também por a celebração do contrato de compra e venda ser precedida de um «leilão», desejando assim o vendedor colocar todos os interessados na aquisição das participações sociais em posição de igualdade, para o efeito transmitindo-lhe as informações por ele próprio obtidas em sede de auditoria".

<sup>33</sup> Sobre o âmbito material da *Due Diligence*, ver, entre outros, NUNO MOURA ROLDÃO e ANA GUEDES TEIXEIRA, «O processo de auditoria legal», *ob. cit.*, pp. 118-125.

a dissipar quaisquer dúvidas relativamente ao âmbito de realização da auditoria.

### **3.1.3. Confidencialidade da informação: em especial, as questões concorrentes**

No âmbito da realização de uma auditoria, a informação não deve ser tratada toda por igual, porquanto a natureza distinta dos vários documentos disponibilizados pela sociedade alienante e pela própria sociedade alvo assim o obriga. De facto, existe informação relativa ao *Target* que merece ser classificada de informação confidencial e não pode, por isso, ser divulgada. Conforme nos elucida Jéssica Rodrigues Ferreira<sup>34</sup>: «*Esta necessidade de colaboração do próprio Target pode suscitar conflitos de interesse quando a revelação da informação, não obstante seja benéfica para o sócio alienante, possa atentar contra o interesse social da sociedade*».

Neste contexto, impende sobre os administradores da sociedade-alvo fazer uma ponderação entre, por um lado, as vantagens para a sociedade na divulgação da informação necessária à conclusão do negócio e, por outro, a necessidade de preservar o sigilo relativamente a determinados aspetos da vida societária, por forma a encontrar o melhor caminho para a prossecução do interesse social.

Com efeito, relativamente à atuação da administração do *Target*, a mais autorizada Doutrina<sup>35</sup> apresenta uma distinção entre a transmissão da (i) *informação proibida*, sempre que o interesse social justifique a manutenção do sigilo; (ii) *informação permitida*, sempre que se legitime a sua divulgação, mas que a mesma não seja imposta pelo interesse social e (iii) *informação imposta*, sempre que a divulgação ao potencial adquirente seja exigida pelo interesse da sociedade.

Em nosso entendimento, desde que respeitados os limites da proibição e da imposição da divulgação da informação, os administradores deverão ponderar a atuação que, de acordo com os deveres de cuidado e lealdade que sobre si impendem, melhor se adequa ao interesse social e melhor protege a posição do *Target* na transação.

Em todo o caso, como facilmente se compreenderá, a informação divulgada ao potencial adquirente estará sempre sujeita a confidencialidade,

<sup>34</sup> JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share deal e vícios no património da sociedade-alvo...», *ob. cit.*, p. 203.

<sup>35</sup> Reportamo-nos, *in casu*, a PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da aquisição de empresas...», *ob. cit.*, p. 32.

independentemente da prévia celebração de um acordo nesse sentido. A boa-fé na celebração de negócios jurídicos, inclusivamente em momento prévio à conclusão do negócio, sempre o imporia.

Imagine-se agora uma situação mais específica, mas de somais importância: o caso em que o *Target* e o seu potencial adquirente são empresas concorrentes e em que a divulgação de informação relativa ao primeiro pode suscitar riscos e problemas do ponto de vista jusconcorrencial, nomeadamente ao nível da possível influência nos respetivos comportamentos no seio do mercado.

Neste âmbito, cumpre ter em linha de conta a exposição de grande clareza de Nuno Calaim Lourenço<sup>36</sup>, na qual se identifica a linha de atuação dos intervenientes de uma *Due Diligence* quando as empresas em causa – *Target* e potencial adquirente – são empresas concorrentes. O «*arco temporal relevante mais crítico*» é, naturalmente, aquele que medeia entre o início das negociações e a data da conclusão do negócio: durante este período é trocada muita informação que pode ser considerada sensível do prisma concorrencial e exigir, por esse motivo, cautelas adicionais<sup>37</sup>.

Assim, numa primeira fase, deverá ser «*separado o trigo do joio*», no sentido de individualizar a informação estratégica sensível, que é aquela que pode influenciar, de algum modo, o comportamento das empresas no mercado. Identificada essa informação, poderá ser adotada uma de três condutas: (i) a recusa simples em partilhar a informação, caso em que o negócio pode não vir a concretizar-se; (ii) o *disclosure* progressivo da informação, negando o acesso à informação numa primeira fase de negociações e concedendo-o posteriormente apenas aos interessados ditos preferenciais ou (iii) a adoção de um procedimento garantístico, nos termos do qual aqueles que recebem a informação sensível não podem utilizá-la de forma a poder afetar a atuação independente e não concertada das empresas envolvidas.

Para que esta última alternativa possa ser operacionalizada, o principal ponto a reter é a restrição da divulgação da informação dita sensível a um núcleo predeterminado de pessoas (que o Autor designa de «*clean team*»), para assegurar a segurança e o respeito pelo direito da concorrência. Essa equipa só deverá ter acesso à informação na sequência da assinatura de um acordo de confidencialidade entre as partes, através do qual as mesmas se obrigam a manter sigilo perante terceiros.

<sup>36</sup> NUNO CALAIM LOURENÇO, «O intercâmbio de informação entre concorrentes à luz do direito da concorrência...», *ob. cit.*, pp. 144-169.

<sup>37</sup> Aliás, em função da informação divulgada, as partes podem até decidir não avançar com o negócio, ficando o concorrente na posse de informação privilegiada do *Target*.

A «*clean team*» deverá ter alguns cuidados no tratamento da informação sensível divulgada, nomeadamente através do seu reporte de forma agregada, histórica e generalizada, eliminando as referências que permitam uma identificação individual (de clientes, fornecedores, marcas...).

É ainda necessário garantir que, durante todo o período que antecede a efetiva implementação da transação, as partes atuam como empresas concorrentes e independentes, pautando o seu comportamento no mercado nesse sentido e não possibilitando a adoção de quaisquer acordos ou entendimentos no sentido de concertar as suas operações. No fundo, as partes são forçadas a, perante o mercado, fingir que a transação não está sequer a ser planeada, atuando em conformidade com a inexistência de quaisquer negociações.

### 3.2. Das cláusulas de garantia nos «*share deals*»

As cláusulas de garantia normalmente inseridas nos «*share deals*» são um instrumento de repartição de risco contratual, atuando preventivamente, antes ainda de se verificar a existência de algum vício/defeito na empresa. No fundo, estando o adquirente prestes a adquirir uma empresa da qual terá, em princípio, um nível de conhecimento muito mais reduzido do que o vendedor, aquele terá interesse em incluir no contrato de compra e venda cláusulas que assegurem determinadas qualidades e características do objeto negocial<sup>38</sup>.

Com efeito, o que se verifica nestas cláusulas é a assunção, por parte do vendedor, de um determinado «estado de coisas»<sup>39</sup> à data da transação, relativamente à empresa, responsabilizando-se pela falsidade/incorrectão/incompletude das declarações que prestar nesse âmbito.

<sup>38</sup> Nas palavras de MARIAN GIL SALDAÑA, «Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías», *InDret Revista para el análisis del derecho*, Barcelona, 2010, p. 7: «*Las manifestaciones y garantías son el conjunto de declaraciones, creencias o predicciones sobre la compañía objeto de compraventa que realiza el vendedor a favor del comprador y cuyo principal efecto consiste en asignar al vendedor los riesgos previstos por ese conjunto de declaraciones, creencias o predicciones, con independencia de que el comprador los hubiera podido descubrir durante el proceso de due diligence*». Igualmente no direito espanhol, podemos ver, sobre cláusulas de garantia, ANGEL CARRASCO PERERA, «Representaciones y Garantías», AA.VV. *Régimen Jurídico de las Adquisiciones de Empresas*, Aranzadi y Gomez-Acebo & Pombo, 2001, pp. 191-236.

<sup>39</sup> A expressão pertence a CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA, «As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 44, 2016, p. 16.

Ao abrigo da autonomia privada que rege as relações contratuais, de que é corolário o artigo 405.º do CC, as partes podem conformar livremente o conteúdo das cláusulas de garantia, no sentido que lhes aprouver e for mais conveniente tendo em conta as especificidades da transação<sup>40</sup>.

Atualmente, é quase impensável desenhar um contrato de compra e venda de participações sociais sem a previsão de cláusulas de garantia, o que leva a doutrina a afirmar que «*a inexistência de garantias convencionais (também ditas declarações e garantias, representations and warranties ou apenas reps and warrs) é para alguns AA. uma hipótese meramente académica*»<sup>41</sup>.

Tal não significa, contudo, à semelhança do que sucede com a *Due Diligence*, que as cláusulas de garantia assumam um cariz obrigatório para o comprador, no sentido de assunção, por parte deste, dos eventuais vícios/ defeitos que venham a revelar-se após a conclusão do contrato caso opte pela não inclusão de tais cláusulas. As declarações e garantias são um mecanismo acrescido de tutela para o adquirente, não lhe sendo exigível que a elas recorra para dispor de algum nível de proteção (record-se a existência de deveres de informação a cargo do vendedor por via das cláusulas da boa-fé e, ainda, os expedientes previstos pelo legislador, a que *supra* aludimos)<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> Conforme referem PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da aquisição de empresas...», *ob. cit.*, p. 38: «*Mercê da diversidade das possíveis configurações das operações, é igualmente extenso o catálogo de cláusulas contratuais de uso recorrente na prática. Não se pode pretender, por isso, disponibilizar um quadro exaustivo de tais cláusulas cingindo-nos à apresentação de algumas de entre as de maior utilização e, dentro destas, dada a miríade de concretas conformações que cada tipo de cláusula pode revestir, aos seus traços estruturais*».

<sup>41</sup> A expressão é de FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia...», *ob. cit.*, pp. 115-116.

<sup>42</sup> Neste sentido, *vide* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas...*, *ob. cit.*, pp. 65-66. Contudo, sobre este tema, e adotando uma postura bastante mais restritiva dos direitos do adquirente, podemos ver o recentíssimo Acórdão do Tribunal da Relação do Porto, de 14.01.2020, proferido no âmbito do Processo n.º 4738/15.0T8MAI-A.P1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), no qual pode ler-se o seguinte: «[a]llias, precisamente para obviar a este tipo de riscos, é comum a estipulação de cláusulas de garantia neste tipo de contratos, como forma de distribuição do risco e de especial proteção do adquirente. Tipicamente, e entre outras sem qualquer conexão com a matéria de facto aqui em litígio, as partes recorrem frequentemente a business warranties, tendo por objecto precisamente as garantias relativas às características da situação objectiva da sociedade, capacidade creditícia, situações operativas e consistência patrimonial.

*Não tendo as aqui partes optado pela inclusão de uma cláusula desta espécie na escritura pública dos autos, deve entender-se que estas não quiseram distribuir por qualquer forma o risco de transmissão da sociedade*».

### 3.2.1. Grupos de cláusulas típicas e sua exemplificação

As cláusulas de garantia, oriundas do direito anglo-saxónico, abarcam na sua própria designação original – *representations & warranties* – dois tipos de cláusulas distintas, com conteúdo e finalidade igualmente distintos.

Por um lado, as *representations* limitam-se a declarar a existência de um estado, de uma situação da empresa à data da conclusão do negócio, não sendo por isso suscetíveis de constituir direitos e obrigações na esfera jurídica das partes contratantes. Por seu turno, as *warranties* vão mais além: constituem assunções de risco relativamente à verificação de determinado facto, prevendo obrigações das partes relativamente a um conjunto específico de matérias<sup>43-44-45</sup>.

As *warranties* podem ainda ser subdivididas em garantias formais ou legais («*legal warranties*») e garantias económicas ou patrimoniais («*business warranties*»), reportando-se as primeiras aos direitos do alienante sobre as participações sociais (o seu «*status socii*») e a aspetos atinentes às

<sup>43</sup> A distinção entre *representations* e *warranties* resulta clara do artigo de CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA, «As cláusulas de declarações e garantias no direito português...», *ob. cit.*, pp. 21-23.

<sup>44</sup> Para PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de empresas...», *ob. cit.*, pp. 38-39, a distinção deverá ser apresentada nos seguintes termos: “*Atendendo ao significado que estes termos têm na prática negocial, uma “representation” é uma declaração de facto, normalmente feita pelo vendedor, que visa descrever factos passados ou presentes. Diferenciam-se, assim, face às “warranties”, por não serem constitutivas de vinculações jurídicas susceptíveis de violação em caso da sua desconformidade com a realidade. Por sua vez, estas últimas, visam assegurar à contraparte determinada situação de facto ou qualidade do objecto do negócio, sendo fonte de vinculações jurídicas tuteladoras dos interesses dessa contraparte*”.

<sup>45</sup> Para KENNETH A. ADAMS, «What's up with 'representations and warranties'?», *Business Law Today – American Bar Association*, Vol. 15, n.º 2, 2005, pp. 2-3, a melhor designação é a de *representations*: “*Even though the terminology you use to flag assertions of fact won't have any effect on the claims a party can bring, you're still left with the task of determining which term to use. Representation (and represent) is the better choice. It can be used with all assertions of fact, whereas using warranty in that manner — in other words, not restricting its use to assertions made in the context of a sale — would be to do violence to the standard meaning given the term. And representation is also more narrowly tailored to that task, given that a warranty can also express an obligation. You would need the word warranty only for purposes of waiving implied warranties, such as the implied warranty of merchantability, and in that context the word would simply serve to refer to legal doctrine*”. Conclui o Autor deixando um apelo ao uso das expressões “*represent(s)*” e “*representations*”: “*The only way to improve contract prose would be to attempt to address each of these deficiencies. Using representations instead of representations and warranties, and represents instead of represents and warrants, would be as good a place as any to start*”.

próprias partes (capacidade, representação...), ao passo que as segundas respeitam às características da sociedade-alvo, objeto do negócio<sup>46-47</sup>.

Tipicamente, estes dois grupos de cláusulas abrangem matérias de diversa índole, como seja a titularidade das participações sociais e legitimidade para a sua transmissão, questões societárias, informação financeira, cumprimento da legislação em vigor, licenças e autorizações, contratos, seguro, propriedade intelectual, trabalhadores, autoridades tributárias e segurança social, contencioso e proteção de dados.

É ainda comum estipular-se um conjunto de cláusulas que tendem a garantir o equilíbrio contratual, desempenhando uma função de limitação da responsabilidade do alienante.

Neste contexto, o vendedor tenderá a excluir do âmbito da garantia todas as contingências já conhecidas do comprador, seja através de *disclosure letters*<sup>48</sup> ou mesmo do processo de auditoria realizado à sociedade.

Adicionalmente, o vendedor pretenderá ainda incluir (i) cláusulas de não garantia, as quais excluem certos e determinados aspetos relativos à empresa em relação aos quais o vendedor não assume qualquer responsabilidade, correndo o risco pelo comprador; (ii) cláusulas que estabelecem um *survival period*, determinando o período dentro do qual o vendedor assume a responsabilidade pelo que prestou, sendo estipulado um prazo de caducidade das garantias; (iii) cláusulas de *entire agreement*, que salvaguardam que o vendedor apenas se responsabiliza pelas declarações prestadas no contrato (e por nada mais além disso) e (iv) cláusulas de *best knowledge*, através das quais o vendedor limita a sua responsabilidade através do conhecimento que dispõe da empresa, só respondendo por aquilo que conhece no momento da prestação das garantias.

De outro prisma, é igualmente frequente o vendedor acautelar a sua posição mediante a introdução de cláusulas de *basket amount*, que são aquelas que visam estabelecer limiares mínimos abaixo dos quais o lesado não pode exercer a sua pretensão indemnizatória, e ainda de cláusulas

<sup>46</sup> No seio desta espécie de garantias, FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda...», *ob. cit.*, pp. 125-129, distingue entre as *garantias sintéticas* e as *garantias analíticas*, aludindo as primeiras à situação global da sociedade, genericamente considerada (i.e., o valor do património líquido social a uma determinada data de referência) e as segundas a concretos elementos do património do *Target*.

<sup>47</sup> Sobre as garantias legais e económicas, *vide* JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A transmissão da empresa e seu regime jurídico...», *ob. cit.*, pp. 78-80.

<sup>48</sup> Estas cartas têm o propósito de permitir ao vendedor comunicar ao comprador determinados factos desfavoráveis respeitantes à sociedade-alvo e, dessa forma, isentar-se de responsabilidade relativamente a eventuais contingências futuras com estes relacionadas.

contendo *liability caps*, que estabelecem limites globais máximos indemnizatórios a reclamar pelo adquirente<sup>49/50</sup>.

### 3.2.2. *O seguro de Representations & Warranties*

Tendo em conta a complexificação e o maior nível de sofisticação das transações envolvendo compra de empresas, é prática comum nas transações atuais uma das partes – o vendedor ou o comprador – celebrar um contrato de seguro, tendo por objeto a transferência do risco, para uma empresa seguradora, do incumprimento das *representations & warranties* estabelecidas no contrato<sup>51</sup>, o que torna este tema merecedor de análise, ainda que necessariamente breve e circunscrita aos aspectos essenciais.

<sup>49</sup> Sobre estas cláusulas de limitação, ver JÉSSICA RODRIGUES FERREIRA, «Share deal e vícios no património da sociedade-alvo...», *ob. cit.*, pp. 191-195; FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda...», *ob. cit.*, pp. 129-132.

<sup>50</sup> De facto, é muito comum as declarações e garantias previstas contratualmente terem associada uma cláusula de *indemnification* que regula detalhadamente a pretensão indemnizatória do adquirente caso se verifique que as *representations & warranties* não têm adesão à realidade. A questão mais importante nestas cláusulas de *indemnification* – ainda que não seja possível desenvolvê-la neste trabalho – é a de saber se as mesmas regulam em exclusivo a pretensão indemnizatória do adquirente (solução anglo-saxónica) ou se este ainda pode socorrer-se dos mecanismos gerais de direito quando, por exemplo, expire o prazo previsto contratualmente para deduzir tal pretensão. Parece-nos que a primeira solução é compatível com os dados do nosso direito positivo, na medida em que as partes podem contratualmente, no âmbito da sua autonomia privada, modelar o conteúdo dos direitos – no caso, dos direitos indemnizatórios – que lhes caibam, desde que não os suprimam quando as normas que os preveem assumam natureza imperativa.

<sup>51</sup> Atendendo à escassez de bibliografia nacional sobre o tema, baseámos a nossa exposição num dos poucos artigos existentes, da autoria de FILIPE SANTOS BARATA, *O seguro de Representations & Warranties e a aquisição de empresas*, disponível no sítio da internet <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/o-seguro-de-representations-warranties-e-a-aquisicao-de-empresas-2.pdf>. O Autor identifica várias vantagens associadas à celebração deste contrato de seguro, das quais podemos enumerar as que nos parecem mais relevantes, seja da ótica do vendedor, seja da perspetiva do comprador. Da ótica do vendedor, o seguro pode conferir-lhe um maior grau de certeza quanto à exposição ao risco após a conclusão do negócio e pode melhorar a sua posição negocial, permitindo eventualmente exigir ao comprador o pagamento da totalidade do preço de compra numa única tranche. Da perspetiva do comprador, o seguro pode garantir-lhe o resarcimento de eventuais danos que venha a sofrer com o incumprimento das declarações e garantias do contrato, ampliar os limites da indemnização a pagar pela contraparte e aumentar o *survival period* das declarações e garantias e, ainda, conferir um maior conforto a eventuais entidades financeiradoras da aquisição da empresa e, por esse motivo, melhorar a sua posição negocial.

De facto, conforme se verá melhor adiante, o incumprimento das cláusulas de garantia gera um específico dever de prestar a cargo da parte inadimplente, traduzido na diferença entre aquilo que declarou e aquilo que veio efetivamente a verificar-se. Quer isto dizer que a parte que incumpe as cláusulas de garantia não está obrigada ao dever de indemnizar, nos termos gerais da responsabilidade civil, mas antes à reposição da situação que existiria caso a cláusula contratual tivesse sido escrupulosamente observada.

Atendendo às consequências que advêm para a parte que incumpe as garantias voluntárias contratualmente estabelecidas, as quais podem assumir proporções imprevisíveis, as partes recorrem ao seguro de *representations & warranties* como forma de mitigar o risco e, dessa forma, acautelar a sua posição.

Em termos funcionais, o seguro em apreço é idêntico a qualquer contrato desse teor, em que uma entidade (a seguradora) suporta o risco de verificação de um dano na esfera do comprador, associado à incorreção/inexatidão/incompletude de uma cláusula de garantia. A celebração deste seguro tanto pode ser promovida pelo vendedor como pelo comprador, sempre tendo em vista a cobertura de danos sofridos por este último em virtude das declarações do primeiro inseridas no contrato.

Tal significa que, nesta estrutura negocial, a entidade seguradora assume um papel ativo nos dois negócios: por um lado, no próprio contrato de seguro, da qual é diretamente parte; por outro lado, no próprio negócio de base, de aquisição da empresa, na medida em que deve conhecer – e, eventualmente, até opinar – sobre o conteúdo (limitação ou abrangência) das cláusulas de garantia, cujo incumprimento irá garantir.

Para o efeito, a entidade seguradora deverá igualmente conhecer – e rever – as principais conclusões obtidas no âmbito da *Due Diligence*, para dessa forma perceber a adequação das cláusulas de garantia estabelecidas. Acresce que, como é evidente, a apólice deste seguro apenas cobrirá riscos não conhecidos do comprador, pois tudo o que é do conhecimento deste, através de eventuais *disclosure letters* ou mesmo da auditoria, não será assumido pela entidade seguradora<sup>52</sup>.

Usualmente, o período temporal abrangido pelo seguro inicia-se na data de conclusão do negócio (ou, atendendo ao que já ficou referido, na data do *signing*, se for diversa), e, dependendo de quem o celebra, durará até ao final do *survival period* (caso o seguro seja celebrado pelo vendedor)

<sup>52</sup> Aliás, nem poderia ser de outra forma. As informações conhecidas pelo comprador no âmbito da auditoria não constarão do leque de declarações e garantias prestadas pelo vendedor, as quais serão objeto do contrato de seguro.

ou tenderá a ser mais prolongado no tempo (no caso de a iniciativa da celebração do seguro caber ao comprador).

### 3.2.3. *Natureza jurídica e suas consequências práticas*

O tema da natureza jurídica das cláusulas de garantia foi tratado com especial enfoque no Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 01.03.2016<sup>53</sup>/<sup>54</sup>, proferido no âmbito do processo n.º 4915/04.9TVLSB. L1.S1, fornecendo este aresto um contributo assinalável – ainda que, salvo o devido respeito, lacunar – neste domínio<sup>55</sup>.

Nos termos do Acórdão citado, as cláusulas de garantia são consideradas admissíveis ao abrigo do princípio da autonomia privada consagrado no artigo 405.º do CC, constituindo um *regime autónomo de responsabilidade civil contratual*<sup>56</sup>. Tal significa que estas cláusulas beneficiam de um regime próprio, autónomo e automático, e que não se confunde com o regime previstos nos artigos 905.º e 913.º do CC.

<sup>53</sup> O acórdão está disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>54</sup> Resumidamente, os factos sujeitos à apreciação do Supremo Tribunal de Justiça neste Acórdão eram os seguintes: em dois contratos de compra e venda de participações sociais foram incluídas declarações e garantias, as quais, no contexto de auditorias várias realizadas às sociedades objeto do negócio, vieram a revelar-se falsas. Após reconhecer a validade das cláusulas de garantia enquanto instrumento resultante da liberdade contratual das partes, o Supremo Tribunal de Justiça determinou que o declarante “*responde haja o que houver*” e que o seu incumprimento gera um “*dever de prestar em sentido estrito, correspondente à diferença entre o valor económico-financeiro da sociedade garantido pelo vendedor através de contas apresentadas e o seu valor real, que teria determinado o preço do negócio*”.

<sup>55</sup> Este Acórdão é tratado em detalhe em artigo jurídico especificamente dedicado ao tema, de CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA, «As cláusulas de declarações e garantias no direito português...», *ob. cit.*, pp. 15-30. Neste artigo, apesar de identificadas as concretas fragilidades do Acórdão, reconhecem-se também os contributos por este fornecidos, a saber: (i) as partes podem, ao abrigo da sua autonomia privada, estabelecer um regime de responsabilidade contratual próprio; (ii) as cláusulas de declarações e garantias, abrangidas pela liberdade contratual, são um tipo de obrigações de garantia, assumindo o vendedor uma responsabilidade objetiva, independente de culpa e (iii) a violação das cláusulas de garantia não gera um dever de indemnizar, mas antes um dever de prestar em sentido estrito, correspondendo à diferença entre o valor garantido da sociedade e o valor real.

<sup>56</sup> A designação é de CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA, «As cláusulas de declarações e garantias no direito português...», *ob. cit.*, p. 15.

Ou seja, contrariamente ao que vinha sendo defendido pela nossa jurisprudência<sup>57</sup>, foi considerado neste Acórdão, de modo inovador, que as cláusulas de garantia são um instrumento contratual autónomo, com um regime próprio e suscetíveis, por isso, de gerar uma responsabilização autónoma em caso de incumprimento das suas estipulações<sup>58</sup>.

Este entendimento – no qual nos revemos – baseia-se na configuração própria que é dada às obrigações de garantia, independentemente da configuração que as mesmas assumam nos contratos em que são incluídas<sup>59</sup>. Estas obrigações são específicas e não geram para a parte sobre a qual impendem um dever de prestar, mas antes representam a assunção de um risco. Não há pois, em caso de uma obrigação de garantia, uma obrigação de adotar determinado comportamento ou atuação, o que seria, em princípio, e em caso de incumprimento, gerador de responsabilidade civil contratual.

<sup>57</sup> A este respeito, PATRÍCIA AFONSO FONSECA, «A negociação de participações de controlo – a Jurisprudência», *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, 2011, pp. 38-39, dá-nos nota da posição assumida pelos nossos Tribunais no sentido de as cláusulas de garantia serem um meio através do qual as partes acordam nas *"características e qualidades dessa sociedade ou do seu património, assegurando o vendedor que, no momento da celebração do contrato, aquelas qualidades ou características existem"*, sendo por isso um elemento contratual a ter em consideração.

<sup>58</sup> Contra este entendimento, veja-se CLEMENTE V. GALVÃO, «Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais», *ob. cit.*, pp. 539-540: *"A meu ver, a opção a tomar tem que ser coerente com a posição acima adoptada relativamente à natureza jurídica dos artigos 905.º e 913.º do CC: sendo estes artigos na sua essência normas de reconhecimento ou indiretas, que integram o conteúdo do negócio jurídico e atribuem determinados efeitos às declarações negociais das partes (são portanto normas interpretativas), não se pode deixar de considerar que as declarações e garantias acordadas no contrato e incidentes sobre a situação subjacente da sociedade vão na verdade conformar, modelar e integrar a aplicação dos artigos 905.º e 913.º do CC, no sentido de que esclarecem de forma clara a vontade das partes relativamente ao objecto do negócio e às qualidades do mesmo, diminuindo em proporção a liberdade de interpretação sobre o conteúdo do contrato ao abrigo dos critérios definidos nos mesmos artigos. Quer dizer, pela própria natureza jurídica e função dos artigos 905.º e 913.º e sgs e das cláusulas de declarações e garantias, não se vê como se poderá tratar as referidas cláusulas fora do âmbito do regime da compra e venda de coisa onerosa ou defeituosa, como algo independente com "vida própria": estamos sempre a falar do conteúdo do contrato que foi acordado, mais ou menos expresso, mais ou menos desenvolvido, e da sua desconformidade com a realidade. A redacção do próprio artigo 913.º do CC é sintomática a este respeito, ao incluir expressamente as qualidades asseguradas pelo vendedor no seu âmbito".*

<sup>59</sup> Conforme bem reconhece FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda...», *ob. cit.*, pp. 132-133: *"As reps and warrs são enquadráveis nas denominadas obrigações de garantia, no âmbito das quais o devedor (o vendedor) responde pelas eventuais divergências entre o que declara e a realidade «haja o que houver». Por outras palavras, o vendedor assume plenamente o risco da não verificação da «situação» garantida, independentemente de culpa da sua parte, o que é admissível à luz da liberdade contratual (art. 405.º CC)".*

Neste caso há sim, como bem assinala o Supremo Tribunal de Justiça, a «assunção de um risco», respondendo o vendedor «pelas eventuais divergências entre o que declara e a realidade «haja o que houver», ou seja, o vendedor assume plenamente o risco da não verificação da «situação» garantida, independentemente de culpa da sua parte, o que é admissível à luz da liberdade contratual (art. 405.º do CC)»<sup>60</sup>.

Ora, esta autonomia conferida às cláusulas de garantia leva-nos a duas questões adicionais, que merecem análise, ainda que necessariamente perfunctória: (i) qual a relação destas cláusulas de garantia com os expedientes assegurados pela lei? e (ii) qual o regime jurídico aplicável em caso de violação de uma asserção contida numa cláusula de *representations & warranties*?

A resposta às questões colocadas é-nos dada no Acórdão sob escrutínio.

A primeira questão desdobra-se em, pelo menos, duas outras questões: serão as declarações e garantias instrumentos efetivos de defesa do comprador em sede de contrato de compra e venda de empresas, a acrescer aos mecanismos legais pré-existentes? Ou a consagração destas cláusulas de garantia nos contratos preclui a possibilidade de invocação dos remédios previstos pelo legislador?

A resposta a dar resulta da própria natureza do princípio da autonomia privada. Como é consabido, o princípio em causa, apesar de ser inteiramente válido no âmbito contratual, terá de ser enquadrado nos termos da lei, nunca prejudicando a aplicação de remédios imperativos por esta conferidos<sup>61</sup>. Assim, e ainda que vendedor e comprador tenham pretensões antagónicas entre si<sup>62</sup>, a verdade é que há que ter em linha de conta

<sup>60</sup> Como refere FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia...», *ob. cit.*, p. 133: “[N]ão é correto, de um ponto de vista jurídico, qualificar como incumprimento a violação das garantias por parte do vendedor, já que este assumiu um risco e não uma obrigação específica de comportamento (a qual apenas surgirá – por via da reconstituição *in natura* ou da indemnização em espécie a seu cargo – aquando da verificação do evento contemplado)”.

<sup>61</sup> Elucidativo disso mesmo é o seguinte excerto do Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça em análise: “Diga-se, finalmente, que as convencionadas cláusulas de garantia não podem deixar de ser consideradas, legalmente, admissíveis, porquanto emanadas da liberdade contratual que dá materialização à autonomia privada das partes, não se sustentando e, muito menos, demonstrando que o respetivo conteúdo exorbite, por qualquer modo, *dos limites da lei* (art. 405.º, n.º1, do CC)”.

<sup>62</sup> Em princípio, o vendedor pretenderá o afastamento da aplicação dos mecanismos legais, nomeadamente a possibilidade conferida ao comprador de resolução do contrato em caso de vício/defeito na coisa adquirida, ao passo que este último terá todo o interesse em aumentar a sua proteção, beneficiando cumulativamente dos regimes legal e contratual.

o regime jurídico previsto no artigo 809.º do CC<sup>63</sup>, relativo à proibição de cláusulas de exclusão de responsabilidade, fundamentada no princípio da irrenunciabilidade antecipada de direitos e, logo, de uma proteção mínima do credor. Acima de tudo, afigura-se importante perceber quais os direitos a que o legislador se reporta quando proíbe a renunciabilidade antecipada. Face ao teor literal do artigo, ao remeter para os direitos «*facultados nas divisões anteriores*», o legislador refere-se, portanto, aos direitos que assistem ao credor de, nos casos de não cumprimento definitivo ou de mora do devedor, «*pedir o cumprimento da obrigação, a indemnização pelo prejuízo, a resolução do negócio e o commodum de representação*»<sup>64</sup>. Encontrando-se o cumprimento defeituoso previsto no artigo 799.º do CC, o preceito do artigo 809.º do CC também lhe é naturalmente aplicável.

Tal não significa – nem pode significar – que as partes não possam afastar as disposições supletivas da lei mediante estipulação contratual em sentido contrário, encontrando-se tal possibilidade prevista e, bem assim, delimitada pelo disposto no artigo 912.º do CC<sup>65</sup>.

Acresce que as partes têm sempre ao seu alcance a possibilidade de conformar o conteúdo do contrato e, nessa senda, definir quais as características essenciais do *iter negocial*, excluindo eventualmente a responsabilidade do vendedor pela verificação de determinados vícios/defeitos.

Por sua vez, a segunda questão é respondida pelo Supremo Tribunal de Justiça quando afirma que «*a violação da cláusula de garantia não gera um dever de indemnizar na aceção do regime legal da responsabilidade civil, mas apenas um dever de prestar em sentido estrito, correspondente à diferença entre o valor económico-financeiro da sociedade garantido pelas recorridas através das contas apresentadas e o seu valor real, que teria determinado o preço do negócio, diferença essa que, em nosso entendimento, constitui o dano sofrido pela garantida e que as recorridas sustentam inexistir*

<sup>63</sup> Por comodidade de consulta, transcrevemos o texto do artigo 809.º do CC. Sob a epígrafe “*renúncia do credor aos seus direitos*”, o referido preceito legal refere o seguinte: “*É nula a cláusula pela qual o credor renuncia antecipadamente a qualquer dos direitos que lhe são facultados nas divisões anteriores nos casos de não cumprimento ou mora do devedor, salvo o disposto no n.º 2 do artigo 800.º*”.

<sup>64</sup> PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, Vol. II, 4.ª ed., Coimbra: Coimbra Editora, 1997, p. 72.

<sup>65</sup> Isso mesmo é reconhecido por A. PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, «*A venda de participações sociais como venda de empresa*», *ob. cit.*, p. 94, ao afirmarem que “*(...) as declarações de garantia, por ocasião da venda de empresas, podem limitar os direitos resultantes para o comprador da lei, na medida em que estes não sejam impostos por normas imperativas*”. Veja-se ainda, a este propósito, CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA, «*As cláusulas de declarações e garantias no direito português...*», *ob. cit.*, pp. 27-29.

Assim, e conforme já aflorado anteriormente, revemo-nos nesta posição e entendemos não se aplicar ao incumprimento das cláusulas de garantia o regime geral indemnizatório que resulta da aplicação do disposto no artigo 564.º do CC, não se abrangendo no *quantum* a pagar pelo vendedor eventuais lucros cessantes.

#### 4. Conclusões

Aqui chegados, resta um balanço final acerca do que ficou escrito e uma ponderação global dos mecanismos voluntários de tutela do adquirente no contexto da aquisição de empresa através da aquisição de participações sociais.

Perante tudo o que se expôs, pensamos ter ficado devidamente demonstrada a utilidade associada aos mecanismos convencionais destinados a salvaguardar a posição do adquirente, seja numa fase pré-contratual, seja no próprio texto do contrato. Em consequência, entendemos ser conveniente, por um lado, a realização prévia de uma *Due Diligence* e, por outro lado, a previsão de cláusulas de *representations & warranties* no contrato.

Com efeito, conforme foi sendo evidenciado ao longo do trabalho, a garantia legal poderá não ser suficiente para acautelar as pretensões do adquirente, que sentir-se-á fragilizado perante a deteção de vícios/defeitos na empresa em momento posterior à implementação da transação, quando já detém o controlo da mesma. De facto, atendendo à incerteza sobre a aplicação ao «*share deal*» dos remédios legais, por um lado, e sobre a adequação dos regimes jurídicos da compra e venda de coisa defeituosa e de compra e venda de bem onerado, por outro<sup>66-67</sup>, afigura-se premente a

<sup>66</sup> Bem nos diz FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda...», *ob. cit.*, pp. 119-120: «*Como se disse, não é claro que as normas constantes dos arts. 905.º ss. e 913.º ss. CC sejam aplicáveis aos vícios e faltas de qualidade da empresa «transmitida» aquando da compra e venda de participações sociais de controlo. Mercê da subsistência dessa dúvida, a prudência aconselharia um comprador sensato a exigir ver os seus instrumentos de tutela expressa e convencionalmente regulados. No entanto, e ainda que essas normas fossem aplicáveis à empresa, as cláusulas de garantia continuariam a constituir meio privilegiado de protecção do adquirente de participações sociais de controlo.*» De forma idêntica, refere o mesmo Autor em «*Due Diligence e responsabilidade*», *ob. cit.*, p. 16, o seguinte: «*(...) a adequação destes regimes [de compra e venda de bens onerados e de coisas defeituosas] e, ainda antes disso, a sua aplicabilidade à compra e venda de empresas é contestada por parte significativa da doutrina, sendo assim recomendável a estipulação de um autónomo regime contratual de responsabilidade – daí as mencionadas cláusulas de garantia, ou seja, as «cautelas» a que há pouco se fez referência*».

<sup>67</sup> Estas limitações são também apontadas por MARIAN GIL SALDAÑA, «*Compraventa de acciones...*», *ob. cit.*, p. 13.

adoção de esquemas complementares, a acordar entre as partes no âmbito da sua autonomia privada.

Isto porque, como resulta da *praxis* contratual, os negócios de compra e venda de empresa são habitualmente rodeados de avultados investimentos e de pesadas obrigações para as partes contratantes, implicando por isso o fortalecimento das respetivas posições contratuais, a fim de evitar surpresas desagradáveis que podem assumir consequências desastrosas.

Contudo, ao estudar o tema e escrever o presente texto, percecionou-se igualmente que os mecanismos convencionais de tutela do adquirente representam mais do que apenas um meio de proteger essa parte: no fundo, eles protegem também, ainda que reflexamente, a posição do alienante da empresa.

De facto, a realização de uma auditoria em momento prévio à celebração do contrato translativo das participações sociais permite que o adquirente tome conhecimento fundado, e devidamente suportado, de aspetos essenciais atinentes à vida da empresa, assim diminuindo a probabilidade de sobrevirem vícios ocultos e de o vendedor vir a ser responsabilizado pela sua verificação. Assim, quanto mais abrangente for a *Due Diligence*, mais vantagens retirarão ambas as partes da sua realização: o comprador porque pode adotar uma decisão mais informada e o vendedor porque vê substancialmente reduzidas as probabilidades de vir a ser responsabilizado no futuro.

Quanto à previsão de cláusulas de garantia no texto do contrato, também essas vão contribuir para circunscrever a responsabilidade do vendedor, que apenas responderá nos precisos termos em que se obriga no contrato, através das asserções que, contratualmente, optou por fazer (se declarar, como é prática, que nada mais garante além do que é abrangido pelas declarações e garantias).

Consideramos, assim, que tanto a *Due Diligence* como a estipulação de *representations & warranties*, deverão ser sempre opções *em cima da mesa* para as partes neste tipo de negócios, sendo praticamente inimaginável a conclusão de um «*share deal*» sem a correspondente adoção destes esquemas complementares de garantia.

Ao abrigo da autonomia privada e da liberdade contratual que assiste às partes, deverão estas recorrer aos expedientes de que dispõem, adaptando-os à realidade negocial em que estão inseridas e às concretas vicissitudes do processo negocial no contexto do qual a empresa será transmitida.





## RECENSÕES



# Processos pré-insolvenciais: que modelo?

Recensão ao livro *Pre-Insolvency Proceedings – A Normative Foundation and Framework*, de Nicolaes Tollenaar

(Oxford University Press, 2019, 320 pp. ISBN 978-0-19-879992-4)

## 1. Observações iniciais

Difícilmente um livro poderia ser mais oportuno do que este de Nicolaes Tollenaar, intitulado, em português, “Processos Pré-insolvenciais – Fundamentação e Modelo Normativo” e publicado pela Oxford University Press, em 2019.

A Directiva sobre reestruturação e insolvência<sup>1</sup> acaba de entrar em vigor e os legisladores dos Estados-membros reflectem agora sobre o modo da sua transposição até 2021<sup>2</sup>. As decisões são difíceis. Alguns dos institutos não têm tradição nos ordenamentos internos. E as opções são múltiplas, já que grande parte das medidas tem carácter alternativo, sendo preciso, em cada caso, ponderar as respectivas diferenças e eleger a que seja (ou pareça ser) a mais adequada.

Discutindo os princípios fundamentais que regulam os processos pré-insolvenciais, fazendo uma análise crítica e comparativa dos principais paradigmas existentes (o regime do *Chapter 11* norte-americano e o *scheme of arrangement* inglês) e, acima de tudo, propondo um modelo normativo para a nova geração de processos de reestruturação, o livro de Nico Tollenaar não poderia, pois, ter chegado em melhor altura.

Lendo o prefácio, nota-se de imediato a simpatia do autor pela abordagem económica do Direito (*economic analysis of Law*)<sup>3</sup>. O seu ponto de

\* Doutora em Direito pela Universidade de Coimbra e Agregada em Ciências Jurídicas Privatísticas pela Universidade do Minho, em exercício de funções como Juíza Conselheira do Supremo Tribunal de Justiça desde 2018.

<sup>1</sup> Directiva (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Junho de 2019, sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas e as inibições e sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas e que altera a Directiva (UE) 2017/1132. O texto da Directiva está disponível na versão em língua portuguesa em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32019L1023>.

<sup>2</sup> A Directiva foi publicada no Jornal Oficial da União Europeia em 26 de Junho de 2019 e, de acordo com o seu art. 35.º, entrou em vigor no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação. Nos termos do disposto no seu artigo 34.º, deverá ser transposta por todos os Estados-membros até 17 de Julho de 2021.

<sup>3</sup> Corrente surgida no início dos anos sessenta nos Estados Unidos da América, por obra de RONALD COASE (Universidade de Chicago) e GUIDO CALABRESI (Universidade de Yale),

partida é a ideia de que o crédito é o catalisador essencial de toda a actividade económica e da criação de emprego, o que torna necessário um sistema que permita aos credores realizar eficazmente os seus direitos. Quanto maior for a confiança neste sistema, maior será a disponibilidade do crédito e menores serão os seus custos, promovendo-se, deste modo, o crescimento económico.

Segundo o autor, na maioria dos ordenamentos jurídicos, é hoje particularmente sensível a necessidade de disponibilizar novos processos pré-insolvenciais com fim de reestruturação de empresas viáveis e de prevenção da insolvência. No desenho destes processos, é preciso abandonar definitivamente certos preconceitos. Os sistemas pró-credor não implicam, de facto, a destruição da empresa; conduzem, sim, à maximização do valor da empresa e isso beneficia os credores como um todo. Quanto aos sistemas pró-devedor, deve ter-se presente que, sempre que está em causa uma empresa, o devedor é, na prática, uma ficção jurídica; favorecer os detentores do capital ou dar-lhes a possibilidade de bloquear a reestruturação só prejudica a empresa e permite transferências de valor dos credores para os sócios.

Adoptando a premissa de que os processos pré-insolvenciais são um fenómeno de Direito da insolvência, entende Nico Tollenaar que a nova geração de processos pré-insolvenciais deve ser concebida como um instrumento de satisfação dos credores, que assegure a salvação da empresa mas também permita aos credores receber aquilo a que têm direito com o mínimo desperdício de valor.

O esforço de aplicação de conceitos e pressupostos da teoria económica aos institutos do Direito da insolvência faz-se sentir ao longo do livro, em particular quando Tollenaar evoca os norte-americanos Thomas Jackson<sup>4</sup> e Douglas Baird e toma como ponto de partida a abordagem funcional da insolvência conhecida como a teoria do contrato entre os credores ("*creditors' bargain*")<sup>5</sup>.

segundo a qual a consideração sistemática da experiência jurídica é elaborada com recurso a modelos teóricos e metodológicos da ciência económica.

<sup>4</sup> Paradigmática da abordagem económica do Direito da insolvência é a obra de THOMAS JACKSON: *The logic and limits of bankruptcy law*, publicada originariamente em Cambridge (Massachusetts), pela Harvard University Press, em 1986. Na concepção deste autor — designada, hoje, pelos autores norte-americanos, como "concepção tradicional" —, a lei da falência é um regime de cobrança de dívidas criador do bem-estar geral ("welfare-enhancing debt collection law").

<sup>5</sup> Segundo esta corrente, a insolvência é a solução para o problema da convergência ou do concurso (*common pool problem*) que se gera quando diversos sujeitos ("comproprietários") reclamam a titularidade de direitos sobre uma massa comum de bens (*common pool of assets*),

É no esforço de suprimento das insuficiências da teoria do *creditors' bargain* que o autor encontra as linhas que o conduzirão, a final, à proposta de fundamentação e de modelo para os processos pré-insolvenciais.

## 2. Capítulo a capítulo

2.1. O livro tem um total de 287 páginas úteis (i.e., excluídas as tabelas de jurisprudência, de legislação por país e de legislação europeia e as listas de tratados e convenções internacionais e de abreviaturas e conceitos definidos).

Divide-se, na parte relevante, em 9 capítulos, quais sejam: 1. Introdução; 2. Direito da Insolvência: objectivo e justificação; 3. Processos pré-insolvenciais: objectivo e justificação; 4. Governação através do processo de reestruturação: um modelo híbrido com um elemento democrático e um elemento judicial; 5. Observações iniciais sobre avaliação da empresa e a respectiva terminologia; 6. O processo de recuperação do *US Chapter 11*; 7. O *scheme of arrangement* inglês; 8. Proposta de um modelo normativo para um processo pré-insolvencial de reestruturação; e 9. Sumário.

2.2. No Capítulo 1, Tollenaar define claramente o objectivo principal do livro (justificar e apresentar uma proposta de modelo normativo para os processos pré-insolvenciais) bem como as etapas a percorrer, consubstanciadas nos diversos capítulos. Introduz ainda a principal terminologia, tendo a lista que apresenta (de termos e definições) uma utilidade que transcende o mero efeito de leitura do livro.

No Capítulo 2, o autor evoca os fundamentos do processo de insolvência. Acredita que só é possível desenhar um processo se a sua função estiver claramente definida. Para isso, é preciso revisitar as finalidades do Direito da insolvência, tomando como ponto de partida a teoria do contrato entre

devendo o regime da insolvência reflectir os contratos que os credores previsivelmente concluiriam se estivessem em condições de os concluir *ex ante* por trás de um "véu de ignorância" ("veil of ignorance"). O raciocínio é, essencialmente, o seguinte: se os credores estivessem livres para eleger as formas de realização dos seus direitos na insolvência, elegeriam as formas colectivas em detrimento das ações individuais ou mistas, uma vez que aquelas reduzem os custos estratégicos, valorizando o património do devedor, e são administrativamente eficientes, o que cativa os credores; à lei da insolvência compete exclusivamente proteger os interesses destes sujeitos. A noção de "véu de ignorância" foi criada por JOHN RAWLS (*Uma teoria da justiça*, Lisboa, Editorial Presença, 1993, pp. 114 e s.) para, juntamente com a noção de "posição original", identificar e fundamentar os princípios de justiça.

os credores (*creditors' bargain*). O processo de insolvência corresponde àquilo que seria de esperar que os credores acordassem para a hipótese de insolvência do devedor se lhes fosse possível, *ex ante* e ignorando em absoluto qual seria a sua posição em concreto, coordenar as suas ações. O fim essencial do Direito da insolvência é, pois, o de resolver o problema da convergência ou do concurso e não se justifica restringir os direitos dos credores para realizar qualquer outra finalidade.

A teoria construída por Thomas Jackson e Douglas Baird é insuficiente, porém.

Desde logo, ela desconsidera todos os sujeitos que não sejam credores – desconsidera o devedor, os trabalhadores, os sócios, os administradores e outros terceiros relevantes. Depois, não explica a modificação dos direitos substantivos na hipótese de insolvência do devedor. Por fim, assenta exclusivamente na ideia de execução e parte do pressuposto de que a execução colectiva atinge, em regra, melhores resultados do que a execução individual. Ora, as coisas não são tão claras quando se compara a execução colectiva com o processo de reestruturação, que é uma operação que não envolve a liquidação da empresa e distribui aos credores o valor da empresa “em espécie” (i.e., sob a forma de instrumentos representativos de dívida e de capital).

Segundo Nico Tollenaar, as principais diferenças entre a liquidação e a reestruturação residem nas formas de distribuição (dinheiro *v.* instrumentos financeiros)<sup>6</sup> e de avaliação da empresa (avaliação determinada pelo mercado *v.* avaliação determinada formal ou judicialmente). Ninguém pode afirmar com segurança que os credores como um todo beneficiam mais com a reestruturação do que com a liquidação da empresa. A reestruturação pode beneficiar uma categoria de credores e prejudicar outra; encontrar-se-ão nesta última situação os credores que tenham interesse em ser pagos em dinheiro e sejam obrigados a contentar-se com uma distribuição em espécie, nos termos do acordo de reestruturação.

Inspirado na teoria da justiça de John Rawls (essencialmente, de que o sistema justo reflecte o contrato social hipotético), propõe, então, o autor uma “afinação” da teoria do acordo dos credores através da introdução de um teste que tem por base o “óptimo de Pareto”<sup>7</sup>: a reestruturação só

<sup>6</sup> Como explica adiante o autor, os pagamentos em dinheiro (*cash payments*) e os pagamento em espécie (*non-cash payments*) distinguem-se pela sua liquidez: enquanto os primeiros são, por definição, líquidos, os segundos são, na maioria das vezes, ilíquidos.

<sup>7</sup> O óptimo de Pareto corresponde à situação em que os recursos estão afectados de tal maneira em que é impossível reafectá-los para melhorar o bem-estar de alguns sujeitos sem prejudicar o bem-estar dos outros.

deve ser considerada mais benéfica se se demonstrar que todos os credores beneficiam e nenhuma categoria fica em pior situação do que a que resultaria de uma liquidação. Trata-se, em fórmula sintética, do princípio-garantia de que nenhum credor fica, a final, em pior situação (*no creditor worse off principle*).

Com apoio nestes pressupostos, avança Tollenaar, no Capítulo 3, com a sua proposta de base normativa para os processos pré-insolvenciais. Considera ele que, numa situação de pré-insolvência, não é possível restringir os direitos dos credores simplesmente com o pretexto de que essa é, presumivelmente, a vontade da maioria. Os processos pré-insolvenciais devem, por isso, servir a realização dos interesses dos credores e não dos interesses do devedor ou, mais precisamente, devem constituir um meio alternativo para a realização dos direitos dos credores que permita, quer a liquidação da empresa fora do processo de insolvência, quer a reestruturação da empresa, mas sempre de forma subordinada ao fim de maximizar a realização dos direitos dos credores.

Pergunta-se, depois, o autor pelas razões que levam os credores a preferir um processo de reestruturação a um processo de liquidação. Num processo de liquidação ou de tipo executivo, a venda dos bens é, por definição, uma venda forçada, o que tem impacto no preço de venda dos bens (pressionando-o para baixo). A verdade é que, se renunciarem à liquidação e realizarem uma distribuição em espécie (em instrumentos de dívida e de capital), os credores podem evitar este efeito, criando as condições propícias para a obtenção do preço justo do mercado (*fair market value*). O acréscimo (*surplus*) será o resultado da diferença entre o valor da venda forçada e o valor justo de mercado. A justificação para os processos pré-insolvenciais reside, então, na possibilidade de realização de maior valor.

Nota o autor que a opção pela reestruturação tem um alcance superior ao da opção pela execução colectiva: enquanto esta afecta apenas os direitos processuais dos credores, naquela os credores ficam ainda privados de receber em dinheiro, uma vez que não há liquidação. Impõe-se, por isso, uma condição para a reestruturação: que esta concorde o acordo de uma determinada maioria de credores, o que corresponde à justificação democrática (*democratic justification*), ou, quando a vontade da maioria seja contra a reestruturação, que os credores tenham o poder de optar por pagamentos em dinheiro de valor, pelo menos, igual ao que seria pago em processo de liquidação. Se esta condição for respeitada, pode presumir-se que nenhuma categoria fica em pior situação por força da reestruturação (*no creditor worse off*). No entanto, para que o plano de reestruturação possa impor-se contra a vontade da maioria, a condição de que nenhuma categoria fica em pior situação é insuficiente. Deverá exigir-se uma segunda

condição: que os credores discordantes recebam a parte do valor da reestruturação (*reorganization value*) que lhes cabe aplicando as regras da graduação. Esta é a bem conhecida regra norte-americana da prioridade absoluta (*absolute priority rule*).

Esclarece Tollenaar, a propósito disto, que o valor da reestruturação deve ser distribuído a todos os sujeitos afectados (*stakeholders*) que, com base na sua graduação, tenham ainda alguma coisa a receber. Os credores menos graduados e os sócios que, atendendo às regras da graduação, nada receberiam na hipótese de liquidação (credores *out-of-the-money*) nada devem receber.

Dado o alcance dos efeitos descritos, a aplicação do mecanismo de imposição do plano a categorias discordantes (*cross-class cram-down*) só se justifica quando o devedor está insolvente ou quando não existe possibilidade séria de a insolvência ser evitada, não sendo suficiente a mera probabilidade de insolvência (*likelihood of insolvency*).

Segue-se, no Capítulo 4, uma discussão sobre governação, mais especificamente, sobre o sistema de votação por categorias e a necessidade de intervenção judicial. Sendo essencial que o plano de reestruturação afecte as categorias discordantes *out-of-the-money*, a via democrática não é suficiente. A decisão da maioria em cada categoria vincula apenas os sujeitos dessa categoria e não os sujeitos das categorias restantes. Só uma decisão judicial tem aptidão para impor o plano às categorias discordantes, garantindo, além disso, que o valor disponível será distribuído de acordo com as regras de graduação de credores.

Sublinhando a ideia de que toda a reestruturação pressupõe uma avaliação, aborda o autor, no Capítulo 5, o tema da avaliação da empresa. Nota ele que, enquanto na insolvência a avaliação é determinada pelas regras do mercado, na reestruturação a empresa não chega, em regra, a ser exposta ao mercado. Assim, o valor distribuível proposto não é evidente, obrigando a um exercício de avaliação. As primeiras duas funções da avaliação reconduzem-se, portanto, ao apuramento do valor disponível para distribuição (em espécie) e à verificação de que ele corresponde àquilo a que os credores têm direito. Para estes efeitos, o objecto da avaliação não pode ser ou não pode ser apenas a empresa como um todo, uma vez que o valor é distribuído sob a forma de instrumentos financeiros. São, assim, estes instrumentos que, a título principal, carecem de ser avaliados. Deve ter-se consciência de que o valor total destes instrumentos tende a ser inferior ao valor da empresa, atendendo a que são insusceptíveis de comercialização e não atribuem poder de controlo sobre a empresa, e isto pode desmotivar a reestruturação.

A terceira finalidade da avaliação é a de estabelecer qual o montante em dinheiro a disponibilizar nos termos do plano sempre que alguma ou algumas das categorias afectadas não aceitem ser pagas de outra forma. Nesta hipótese, tem de se determinar o resultado previsível da liquidação. Na prática, este cálculo é ainda útil para demonstrar aos credores que o plano lhes traz benefícios e persuadi-los a votar favoravelmente.

Os Capítulos 6 e 7 contêm um estudo comparativo em que o autor analisa de forma crítica o processo regulado no *US Chapter 11* e o *scheme of arrangement* inglês, respectivamente. O seu propósito é identificar os pontos fortes e os pontos fracos de cada um dos regimes e retirar, a final, alguns ensinamentos para o possível desenho dos novos processos pré-insolvenciais.

No que respeita, em especial, ao *Chapter 11*, Nico Tollenaar critica a complexidade e a morosidade assim como os custos do processo. Segundo ele, isso é imputável ao elevado grau de intervenção judicial. Além disso, a suspensão dos poderes dos credores (*automatic stay*) prolonga-se excessivamente, não tendo os credores a faculdade de a interromper. No que toca ao teste do melhor interesse dos credores (*best interest of creditors' test*) e ao teste da viabilidade do plano (*feasibility test*), é pequena a sua utilidade, não se justificando a sua aplicabilidade no caso de planos aprovados em todas as categorias (planos consensuais), já que a decisão da maioria confere a garantia de que a proposta de plano é razoável e é melhor para os credores como um todo do que as soluções alternativas. Por fim, quanto à regra da prioridade absoluta (*absolute priority rule*), considera Tollenaar que, tal como está formulada, ela não expressa rigorosamente o princípio que lhe deve estar implícito – o “princípio do respeito pela graduação” (*principle of respecting priority*), segundo o qual apenas pode haver homologação do plano apesar da falta de aprovação de alguma categoria discordante quando esta categoria receber, nos termos do plano, aquilo a que tem direito segundo a sua graduação.

Os pontos fracos do *scheme of arrangement* são também a complexidade e os custos. Entre os aspectos negativos está ainda a ausência de regras sobre os negócios em curso, em especial a ausência de regras que favoreçam a conservação dos negócios com interesse para o devedor e permitam a cessação dos que são excessivamente onerosos. No que respeita ao conteúdo do plano, a exigência de que a cada perda corresponda sempre um ganho (*requirement of give and take*) impede que o *scheme* seja usado para eliminar os direitos dos sujeitos que, claramente, já não são titulares de interesses económicos dignos de tutela. Mas uma das maiores deficiências do *scheme* é a falta de previsão de homologação do plano contra categorias discordantes *out-of-the-money*. Seria adequado ainda que a aplicabilidade

do *scheme* ficasse dependente da insolvência do devedor, pelo menos nas hipóteses em que o plano destitui os sujeitos das categorias *out-of-the-money* dos seus direitos.

No Capítulo 8, avança, por fim, Tollenaar com a sua proposta de modelo normativo para os processos pré-insolvenciais. Trata, fundamentalmente, 6 aspectos: os requisitos gerais para assegurar a eficiência do processo; o poder de iniciativa dos processos; o conteúdo do plano; os requisitos para a aprovação do plano; o procedimento de homologação; e os requisitos para a homologação do plano, designadamente quando existam categorias discordantes.

Diz o autor, no que respeita aos requisitos de eficiência, que o processo pré-insolvencial necessita de ser flexível, célere e eficiente. Isto significa, por um lado, reduzir ao mínimo o envolvimento do tribunal e, por outro, excluir em absoluto o direito ao recurso. Havendo especialização dos tribunais, todas as questões devem poder ser decididas numa única instância. Entre outras coisas, o autor preconiza que o proponente do plano possa solicitar ao juiz que identifique, o mais cedo possível, as questões relevantes para o plano (competência do tribunal, formação de categorias, avaliação da empresa, *etc.*), devendo este decidi-las antes da votação do plano.

Em segundo lugar, o poder de iniciativa para os processos deve caber tanto ao devedor como aos credores. Decorre deste poder a possibilidade de determinar o conteúdo do plano e, consequentemente, definir os termos da distribuição do valor disponível, pelo que não deve ser um poder exclusivo do devedor (pois este propenderá sempre para a salvaguarda do capital que investiu) nem dos credores (pois estes propenderão sempre para o favorecimento dos seus interesses). A decisão sobre a distribuição do valor da empresa deve ser tomada por um terceiro independente, sem interesses económicos, nomeado a pedido dos credores.

Em terceiro lugar, o conteúdo do plano deve poder ser determinado livremente, havendo lugar apenas a um controlo de legalidade, na fase da homologação. Em qualquer caso, o plano deve ser apto a vincular todos os investidores ou financiadores da empresa (sócios, credores comuns e credores garantidos) e a conceder tratamento diferenciado a credores igualmente graduados, quando se justifique, assim como a modificar ou a eliminar os direitos dos credores contra terceiros. Sempre que o plano produzir efeitos sobre sujeitos que sejam titulares de direitos de natureza heterogénea ou que sejam objecto de tratamento diferenciado, a votação deve ser feita por categorias.

Em quarto lugar, considerando-se o plano adoptado quando há aprovação em todas e cada uma das categorias, propugna o autor que esta maio-

ria se fixe à volta de 66% dos créditos com direito de voto. Não deverá ser necessária a convocação de uma assembleia para a votação do plano nem para qualquer outro fim, devendo usar-se formas alternativas de votação (voto por correspondência ou por via electrónica).

Em quinto lugar, a audiência para homologação do plano não deve ser obrigatória, devendo ter lugar exclusivamente se e na medida em que algum interessado o solicite dentro de certo prazo (por exemplo, uma ou duas semanas depois da votação). Nos restantes casos, o plano deve considerar-se automaticamente homologado. Os credores devem ser instados a manifestar as suas objecções ao plano o mais cedo possível, sob pena de perderem, em definitivo, o direito de se lhe opor. Desta forma, o proponente do plano tem a oportunidade de tomar em consideração estas objecções e de, eventualmente, satisfazer também os interesses destes sujeitos.

Finalmente, para que um plano aprovado por todas as categorias seja homologado, quando a homologação seja necessária, deverão exigir-se três requisitos: que o devedor esteja em situação de insolvência ou de pré-insolvência (*insolvency test*); que tenha sido adoptado um processo de decisão democrático (*democratic decision-making process*); e que o plano não prejudique substancialmente os interesses de sujeitos que não participaram (*no prejudice to excluded parties*). Por sua vez, para que um plano rejeitado por alguma(s) categoria(s) seja homologado se imponha aos credores desta(s) categoria(s), deve exigir-se um requisito adicional: que o plano atribua aos sujeitos da(s) categoria(s) discordante(s) o poder de optar entre o pagamento em dinheiro do valor a que teriam direito em cenário de liquidação e a distribuição (seja ou não em dinheiro) da parte do valor da reestruturação que lhes corresponde segundo a sua graduação.

O livro termina com o Capítulo 9, contendo uma síntese dos principais momentos do percurso trilhado pelo autor e uma lista de sugestões para futura investigação.

### 3. Apreciação final

Partindo de uma análise cuidadosa mas muito dinâmica dos dados disponíveis na doutrina, na legislação e na jurisprudência internacionais, o autor propõe, neste livro, uma fundamentação e um modelo normativo para os processos pré-insolvenciais.

O livro está escrito num estilo claro e fácil de ler, sobretudo se o leitor estiver familiarizado com as expressões em língua inglesa que são, actual-

mente, utilizadas pelos especialistas. Mas, prevenindo o caso contrário, existem esclarecimentos quanto à terminologia usada.

As ideias centrais são defendidas com vivacidade, num percurso metódico, fundamentado e coerente. Destaca-se a preocupação central do autor com a justiça e a confessada intenção de construir um paradigma de processos pré-insolvenciais que assegurem a distribuição mais justa possível do valor da reestruturação. A circunstância acrescenta um fundamento último (ético) à tese defendida e aumenta a força persuasiva dos argumentos em que ela se apoia.

O aspecto que suscita maior resistência será, porventura, o da excessiva fidelidade aos pressupostos da teoria do acordo de credores, a insistência na concepção dos processos pré-insolvenciais como meio de execução forçada dos direitos dos credores. Os efeitos atenuam-se, porém, quando se tem em conta que os processos pré-insolvenciais de que se fala ao longo do livro são os processos em que o devedor está insolvente embora fora de um processo formal de insolvência ou, pelo menos, em que o devedor está sob a ameaça de uma declaração de insolvência realmente inevitável – quer dizer: não abrange os processos aplicáveis aos casos em que a declaração de insolvência é meramente provável (cfr. Capítulo 3, ponto 3.7.). Compreendem-se, então, as consequências que o autor retira daquela teoria – e escusado será escusado dizer – torna-se indiscutível a afirmação, reiterada, de que os processos pré-insolvenciais são um fenómeno do Direito da insolvência.

Em síntese, por todos os elementos que o compõem mas, principalmente, pela tese que o autor apresenta e a discussão que propicia, o presente livro é uma peça muito útil para as reformas legislativas que deverão ter lugar nos diversos Estados-membros, na sequência da Directiva sobre reestruturação e insolvência. Tendo-se iniciado já a contagem decrescente do prazo para a introdução, nos ordenamentos dos Estados-membros, da nova geração de processos de reestruturação preventiva, o legislador atento terá aqui uma base valiosa para a ponderação de algumas das medidas propostas na Directiva. Pode ser que assim se evite a transposição das medidas opcionais mais problemáticas e se antecipem soluções para os problemas que, previsivelmente, levantarão as que tenham de ser transpostas.

Seja como for, este é, definitivamente, um livro a ler por todos os pretendem estar a par dos novos rumos do Direito da Insolvência.

## 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



## Regulamento da revisão por pares (*peer review*)

1.º Os textos apresentados para publicação na DSR, com exceção dos da autoria de membros da Redação e dos que sejam solicitados pela própria DSR, serão objeto de apreciação prévia («revisão»), feita anonimamente (i.e., sem que aos revisores seja dada a conhecer a autoria dos textos e sem que aos autores dos textos seja dada a conhecer a identidade dos revisores).

2.º Os critérios de revisão serão, principalmente: a inserção do tema na vocação editorial da DSR; a importância e a atualidade do tema; a qualidade, substancial e formal, da exposição; a relevância das referências bibliográficas e jurisprudenciais.

3.º A apreciação será feita por, pelo menos, dois revisores, que trabalharão separadamente.

4.º Os pareceres dos revisores são sucintamente fundamentados, devendo apresentar uma de três conclusões: existência de interesse na publicação, inexistência de interesse na publicação, existência de potencial interesse na publicação subordinadamente a condições.

5.º Os pareceres serão dados a conhecer aos autores.

6.º Sempre que uma das apreciações conclua pela existência de potencial interesse na publicação do texto subordinadamente a condições, o autor será convidado a reformulá-lo de acordo com as sugestões do(s) revisor(es).

7.º Apresentando um autor um texto reformulado, o mesmo será objeto de nova apreciação, pelos mesmos revisores.

8.º Serão revisores:

- a) Os membros da Redação;
- b) Especialistas externos convidados pela Direção.

9.º Todos os textos sujeitos a revisão e todos pareceres dos revisores serão dados a conhecer a todos os membros da Redação.

10.º A gestão dos procedimentos de revisão competirá à Direção da DSR, a qual poderá delegar esse encargo num ou mais membros da Redação.

11.º Dos textos publicados na DSR submetidos a revisão constará menção do facto.





# DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA

DIRETOR: JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU

## CUPÃO DE ASSINATURA

2 NÚMEROS AVULSO €40

**ASSINATURA (2 NÚMEROS/ANO) €35 (DESCONTO DE 12,5%)  
COM IVA E DESPESAS DE ENVIO INCLUÍDOS**

DESEJO ADQUIRIR A ASSINATURA DA REVISTA  
DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA (2 NÚMEROS) DO ANO

2	0		
---	---	--	--

---

ASSINATURA DATA  -  -

ESTE CUPÃO DEVERÁ SER ENVIADO PARA  
ASSINATURA DA REVISTA DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA – JOAQUIM MACHADO, S.A.,  
Rua Fernandes Tomás, n.º 26 78 28 3000-167 Coimbra, ou via email para assinaturas@almedina.net

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS





## AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO DIRETO (ADC)

ENTIDADE 1 0 6 4 4 4

NÚMERO DE AUTORIZAÇÃO

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

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**

---

ASSINATURA(S) CONFORME BANCO

DATA     -   -

(ii) REGULARIDADE: MENSAL, TRIMESTRAL, SEMESTRAL, ANUAL

## PROCEDIMENTOS

- PROCEDIMENTOS**

  - Preencher completamente e assinar Autorização de Débito, de acordo com a ficha de assinatura de Banco. No caso de ser empresa carimbar ADC com carimbo da empresa.
  - Remeter a ADC para:  
**EDIÇÕES ALMEDINA SA**, Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para [sdd@almedina.net](mailto:sdd@almedina.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 homebanking, 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

**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 ESCLAIRECIMENTOS ADICIONAIS

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS  
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: sdd@almedina.net

