



Escola de Ciências Sociais e Humanas
Departamento de Economia Política

A Designação de Administradores por Acionistas Minoritários

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre
em Direito das Empresas – Especialização em Direito das Sociedades
Comerciais

Pedro Miguel Pereira Silvério

Orientador:

Professor Doutor Manuel António Pita

[Professor Auxiliar ISCTE-IUL]

Outubro de 2016



Escola de Ciências Sociais e Humanas
Departamento de Economia Política

A Designação de Administradores por Acionistas Minoritários

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre
em Direito das Empresas – Especialização em Direito das Sociedades
Comerciais

Pedro Miguel Pereira Silvério

Orientador:

Professor Doutor Manuel António Pita

[Professor Auxiliar ISCTE-IUL]

Outubro de 2016

*Aos meus pais e à minha irmã,
que desde sempre foram minha asa e raiz.*

*Em memória do Doutor Francisco da Costa Oliveira,
meu patrono de sempre e amigo,
onde quer que ele esteja.*

AGRADECIMENTOS

Neste momento em que termina um importante capítulo, expresso publicamente os seguintes agradecimentos:

- Ao Professor Doutor Manuel António Pita, de quem fui aluno, agradeço a orientação e as muitas horas de discussão e revisão de capítulos inteiros da dissertação;
- Ao Professor Doutor Rui Pinto Duarte agradeço a arguição e as palavras deixadas na prova pública;
- Ao ISCTE-IUL, em particular a todos os funcionários da Biblioteca, deixo uma palavra especial pelas condições de trabalho que me foram proporcionadas durante este ano de investigação, e pela paciência por me terem recebido;
- Ao Sérgio Santos, meu amigo e colega de mestrado, que nesta jornada acompanhou as minhas euforias e os meus desalentos;
- Aos meus queridos avós a quem agradeço o exemplo de dedicação e perseverança;
- Aos meus pais e irmã, a quem não tenho como agradecer todo o seu amor incondicional;
- Ao Doutor Francisco da Costa Oliveira, meu patrono, que apesar de já não estar entre nós, sempre foi para mim um exemplo de integridade à prova de bala.

RESUMO

Este estudo pretende procurar algumas respostas sobre o direito dos acionistas minoritários em designar administradores. Com efeito, focámo-nos num aspeto central a toda à tese de mestrado : o efeito positivo e efeito negativo do ato designativo dos minoritários.

A compreensão deste direito distribuí-se pela sua evolução histórica e análise do direito comparado (*Cap I*); clarificação de alguns conceitos que estão subjacentes ao direito dos acionistas minoritários em designar administradores (*Cap. II*); exame crítico ao regime jurídico das principais normas legais do código das sociedades comerciais (*Cap. III*); tratamento paritário entre acionistas minoritários na deliberação eletiva de administradores (*Cap. IV*); e o abuso de minoria da eleição de administradores (*Cap. V*).

Não obstante todo este guião de leitura, temos a convicção que o direito das minorias para designar administradores, sobretudo nas sociedades abertas à subscrição pública, demonstra-se como um mecanismo de equilíbrio de poder entre a maioria e a minoria.

Palavras Chave: Acionistas Minoritários; Designação de Administradores; Regras de Eleição Reforçadas; Regras Especiais de Eleição; Efeito Negativo; Efeito Positivo; Tratamento Paritário entre Acionistas; Abuso de Minoria

ABSTRACT

This study intends to search for some answers about the right of minority shareholders to appoint directors. Indeed, we focused on a central aspect of this master thesis: positive effect and negative effect of minorities' nomination act.

The comprehension of this right is disparted by historical evolution and comparative law (*Chap. I*); concept clarification, related with the right of minority shareholders to appoint directors (*Chap. II*); critical view of the main rules of corporations' code (*Chap. III*); parity treatment between minority shareholders in the elective resolution of directors (*Chap. IV*); and minority abuse in directors' election (*Chap. V*).

Regardless this script reading, we believe that minority shareholders' right to appointment directors to the board, mainly in public corporations, is a mechanism of balance between majority and minority.

Keywords: Minority Shareholders; Directors' Appointment; Enhanced Election Rules; Special Election Rules; Positive Effect; Negative Effect; Parity between Shareholders; Minorities' Abuse

ÍNDICE

ÍNDICE DE ABREVIATURAS	11
INTRODUÇÃO	13

CAPÍTULO I

EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ANÁLISE COMPARÍSTICA

§ 1 Evolução Histórica.....	15
1.1 Considerações introdutórias.....	15
1.2 As Companhias Pombalinas	16
1.3 O Código Comercial de Ferreira Borges e Lei das Sociedades Anónimas de 1867	18
1.4 O Código Veiga Beirão	20
1.5 O Código das Sociedades Comerciais	20
§ 2 Análise de Direito Comparado.....	22
2.1 E.U.A.	22
2.3 França	26
2.4 Itália.....	28
2.5 Espanha.....	30

CAPÍTULO II

AS ELEIÇÕES SOCIETÁRIAS COMO ELEMENTO CENTRAL DO DIREITO DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

§ 3 Os vetores fundamentais da deliberação eletiva de administradores	33
3.1 As maiorias e as minorias nas sociedades anónimas	33
3.2 O sistema de eleição por listas e o sistema de votação individual	37
3.3 As assembleias eletivas.....	39
3.4 Os acordos parassociais	41
3.5 A comissão de nomeações	44

CAPÍTULO III

O EFEITO NEGATIVO E O EFEITO POSITIVO DA DESIGNAÇÃO DE ADMINISTRADORES PELOS MINORITÁRIOS

§ 4 A designação de administradores por acionistas minoritários	48
§ 5 O efeito negativo das Regras de Eleição Reforçada – n.º 2 do artigo 391.º	51
5.1 Enquadramento genérico	51
5.2 A maioria especial da I parte do n.º 2 do artigo 391.º - <i>pressupostos, processo eleitoral e efeitos</i>	52
A - O efeito negativo da regra da maioria especial da I parte do n.º 2 do artigo 391.º	55
5.3 O direito de veto conferido a certas categorias ações da II parte do n.º 2 do artigo 391.º - <i>pressupostos, processo eleitoral e efeitos</i>	60
A - O efeito negativo do direito de veto conferido a certas categorias de ações da II parte do n.º 2 do artigo 391.º	62
B - As <i>golden share</i> e o direito de veto parcial do acionista minoritário Estado	63
C - (<i>continuação</i>) - As <i>golden shares</i> e a jurisprudência do TJUE: o caso do direito especial de designação de administradores da EDP	68
§ 6 O efeito positivo das Regras Especiais de Eleição – Artigo 392.º	73
6.1 Enquadramento genérico	73
6.2 O mecanismo de eleição isolada – n.º 1 a 5 do artigo 392.º	75
A - A designação de administradores e a tutela <i>ex ante</i> dos acionistas minoritários	75
B - Pressupostos de aplicação	76
C - O processo eleitoral do mecanismo de eleição isolada	78
D - O Direito de informação da maioria como limite ao mecanismo de eleição isolada – a alínea d), do n.º 1, do artigo 289.º	80
6.3 O mecanismo de designação pelos vencidos – n.º 6 e 7 do artigo 392.º	85
A - O mecanismo de designação pelos vencidos e a tutela <i>ex post</i> dos acionistas minoritários	85
B - Pressupostos de aplicação	86
C - O processo eleitoral do mecanismo de designação pelos vencidos	88
6.4 A contagem do capital social e as regras especiais de eleição.	91
A - Ações próprias	92
B - Ações preferenciais sem direito de voto	95
C - Ações ordinárias temporariamente sem direito de voto	99

§ 7 A cessação de funções dos administradores eleitos pelos acionistas minoritários; <i>em especial a substituição e a destituição</i>	100
7.1 A substituição e a cooptação de administradores designados pelos minoritários	100
7.2 A destituição de administradores designados pelos acionistas minoritários	104
CAPÍTULO IV.....	105

CAPÍTULO IV

O PRINCÍPIO DA PARIDADE DE TRATAMENTO ENTRE ACIONISTAS MINORITÁRIOS E A DESIGNAÇÃO DE ADMINISTRADORES

§ 8 A Designação de Administradores como Direito Fundamental dos Acionistas Minoritários.....	105
§ 9 A estrutura monista do direito de designar administradores pelos acionistas minoritários como consequência do princípio do tratamento paritário entre acionistas	108
§ 10 Os fundamentos do direito dos acionistas minoritários para designar administradores.....	115

CAPÍTULO V

O ABUSO DE MINORIA E A DESIGNAÇÃO DE ADMINISTRADORES POR ACIONISTAS

§ 11 O Abuso de Minoria e a designação de administradores pelos minoritários	124
11.1 O Abuso das Minorias como tática obstrucionista à designação de administradores nas regras de eleição de reforçada	129
A - Os remédios para impedir táticas obstrucionistas.....	131
11.2 O O abuso de minoria como exercício disfuncional das regras especiais de eleição	133
A - Os remédios para o exercício disfuncional das regras especiais de eleição	135

ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO	143
-----------------------------------	-----

JURISPRUDÊNCIA	150
-----------------------------	-----

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
ABA	American Bar Association
ALI	American Law Institute
AktG	Aktiengesetz
BFDC	Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BMJ	Boletim do Ministério de Justiça
CC	Código Civil
CEE	Comunidade Económica Europeia
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
ECJ	European Court of Justice
EU	European Union
FDUCP	Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa
IDET	Instituto do Direito das Empresas e do Trabalho
JOCE	Jornal Oficial das Comunidades Europeias
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
NASDAQ	National Assotiation of Securities Dealers
NYSE	New York Stock Exchange
Riv. Soc.	Rivista di Studi Sociali

SEC	Securities Exchange Commission
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
UE	União Europeia
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
TRC	Tribunal da Relação de Coimbra

INTRODUÇÃO

I. Na assembleia geral da *Walt Disney Company*, a 3 de março de 2004, foi proposta a reeleição de MICHAEL EISNER para o cargo de presidente do conselho de administração (*Chairman*) e para o cargo de presidente da comissão executiva (*Chief Executive Officer*). Numerosos acionistas minoritários votaram contra a proposta, vindo MICHAEL EISNER a ser eleito por 57% de votos a favor, contra 43% dos votos. Embora a isso não fosse obrigado, o conselho de administração optou por dissociar os cargos, perante o peso dos minoritários.

II. A designação de administradores ocupa um verdadeiro ponto chave na *governance* societária, procurando favorecer que as decisões societárias estejam alinhadas com o interesse da sociedade. Deste modo, uma das matérias deliberativas da assembleia geral mais importantes repousa sobre a designação de administradores.

A um tempo, o CSC dedica disposições comuns atinentes à designação de administradores como o artigo 391.º n.º 1 ou o artigo 425.º para as sociedades que adotem o modelo germânico. Por outro lado, o mesmo código prevê outras disposições normativas que pela sua natureza especial face às regras comuns das deliberações eletivas, definem técnicas que se direcionam para a tutela dos interesses dos acionistas minoritários. Referimo-nos ao artigo 391.º n.º 2 e ao artigo 392.º do CSC¹.

III. Com a presente obra, propomos-nos a obter algumas respostas para os mecanismos eletivos que estão confiados aos acionistas minoritários. Tendo nós a convicção, que a fixação normativa do artigo 391.º n.º 2 a que chamaremos *regras de eleição reforçada*² postulam um efeito negativo na pretensão dos acionistas minoritários em eleger administradores; e que a

⁽¹⁾ E também ao artigo 435.º do CSC no tangente às sociedades anónimas que adotem o modelo germânico.

⁽²⁾ Seguindo a terminologia utilizada por MENEZES CORDEIRO. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado, (cord.) Menezes Cordeiro, anotação ao artigo 391.º, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2014, p. 825.*

disposição do artigo 392.º, com a designação (dada pela epígrafe do próprio artigo) de *regras especiais de eleição* reclama um efeito positivo.

IV. Com esta tese, apresentamos o problema da designação de administradores pelos acionistas minoritários como processo de formação de vontade da sociedade. Não tendo nós, o objetivo de abordar matérias que se conjuguem com a natureza jurídica da relação dos administradores com a sociedade, ou, com a designação dos outros órgãos sociais pelos acionistas minoritários. Da mesma forma, por se demonstrar uma vertente que apresenta especificidades com o Direito Público, também não será abordada a matéria de gestores públicos. A pedra basilar da nossa tese centra-se, portanto, no *direito eleitoral societário*, que verse sobre a *designação de administradores pelas minorias*.

Com efeito, para que o direito dos acionistas minoritários a eleger administradores possa ser totalmente compreendido, achamos que o seu fundamento jurídico, acha-se, primordialmente, como um esquema de distribuição de poder interno, por forma a que haja uma colaboração entre minoria e maioria na condução da gestão social. Tal e qual um sistema de freios e contrapesos “*checks and balances*”.

CAPÍTULO I

EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ANÁLISE COMPARÍSTICA

§ 1 Evolução Histórica

1.1 Considerações introdutórias

I. Neste primeiro capítulo pretendemos traçar os principais marcos históricos do instituto da designação de administradores pelas minorias nas sociedades anónimas em Portugal, e, evidenciar o estado da arte da representação das minorias na gestão social nos principais ordenamentos jurídicos estrangeiros. Assim, a estrutura deste capítulo estará repartida em duas partes: uma primeira, dedicada à evolução histórica do direito dos acionistas minoritários no nosso ordenamento jurídico; e uma segunda parte que se concentra no direito comparado nos principais regimes jurídicos.

II. Quanto à evolução histórica, genericamente retratando o direito dos acionistas minoritários à administração, a sua origem não advém do nosso ordenamento jurídico, nem foi originariamente objeto de criação legislativa. O seu aparecimento decorre sobretudo da prática societária, através da fixação de cláusulas nos estatutos e nos acordos parassociais; de modo que os minoritários tivessem acesso aos órgãos sociais da sociedade anónima. Terá sido em Itália, o berço do instituto, onde os estatutos sociais e os acordos parassociais evidenciavam manifestações do referido instituto e onde se encontravam cláusulas que atribuíam aos acionistas minoritários o direito de designar administradores para o órgão de gestão.

III. De outro lado, foi em Espanha, que se verificou a primeira manifestação legislativa de representação dos acionistas minoritários à administração, relativamente à qual, o artigo 71.º da Lei das Sociedades Anónimas de 1951, postulava na altura um sistema verdadeiramente inovador de representação dos acionistas minoritários no órgão de administração: o sistema de representação proporcional (de que mais adiante falaremos).

IV. Em Portugal, à semelhança de Itália, o direito dos acionistas minoritários a eleger administradores para gestão da sociedade anónima, surgiu inicialmente pela *praxis* societária, com o aparecimento das grandes companhias coloniais no século XVII. Deste modo, queremos

com os próximos parágrafos explicitar a evolução no nosso ordenamento, do direito das minorias à gestão nas sociedades anónimas.

1.2 As Companhias Pombalinas

I. As sociedades anónimas partem de uma conceção de limitação da responsabilidade dos acionistas, consignada à subscrição de um valor que tem corpo numa participação social: a ação. Apesar de não ser claro historicamente a sua origem, têm havido algumas tentativas de localizar temporalmente o seu surgimento no Direito Romano.³ Mas terá sido em Itália, nos finais da Idade Média, que se registou uma primeira experiência de uma sociedade anónima. Os estudiosos, como aludido por MENEZES CORDEIRO⁴, apontam para o Banco de São Jorge em Génova, que funcionou durante quatro séculos, entre os anos de 1407 a 1805. Mas mesmo assim, análises recentes, suscitam interrogações sobre se se trata verdadeiramente de uma sociedade anónima.

Apenas com as grandes sociedades coloniais criadas a partir do século XVII se consegue com propriedade afirmar o aparecimento das primeiras sociedades anónimas. A mais antiga foi a *East India Company*, inglesa, fundada em 1600. Seguiu-se a companhia holandesa (*Oost-Indische Compagnie*), constituída em 20-03-1602 e que através de várias vicissitudes, sobrevivia até 1795. Surgiu depois a companhia holandesa das Índias Ocidentais (*West-Indische Compagnie*) também na Holanda, em 1621. Enquanto estas últimas companhias coloniais caracterizavam-se por carecer da outorga do Estado para o seu reconhecimento e funcionamento as companhias inglesas distinguiam-se daquelas por assumirem uma estrutura de poderes com deslocação para a assembleia geral de acionistas.⁵

Inspiradas por estes modelos estrangeiros, as Companhias Pombalinas surgidas no reinado de D. José eram verdadeiras sociedades anónimas. Exemplo que tem vindo a ser

(³) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial* –, Almedina, Coimbra, 2.^a edição, 2007, p. 486

(⁴) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *ob., cit.*, p. 487

(⁵) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *ob., cit.*, p. 487

estudado por vários autores nacionais⁶ é a Companhia Geral do Grão – Pará e Maranhão, que, para o objeto desta parte da dissertação, servirá como pedra basilar para uma compreensão fiel do direito dos sócios minoritários à gestão.

II. Entre os 55.º artigos que estruturavam a carta constitutiva dessa sociedade, evidencia-se o *art. 3.º* que se ocupava da *junta* – denominação que à época se atribuía ao órgão com poderes de gestão – composto por um provedor, oito deputados, um secretário e três conselheiros.⁷ Dentro do perímetro eleitoral, era regra escapar a sufrágio, a designação dos primeiros administradores da *junta* que estavam sujeitos a nomeação régia⁸, a partir da primeira nomeação, os membros da *junta*, eram designados através de eleições efetuadas na casa de *Despacho da Companhia* assente no princípio maioritário de votos expressos. Para disciplinar o direito de voto, o pacto social da Companhia Geral do Grão – Pará e Maranhão limitava o direito de voto apenas aos acionistas que fossem titulares de pelo menos cinco mil cruzados. Aos acionistas que não fossem titulares de cinco mil cruzados em ações, restava a possibilidade

(⁶) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *ob.*, *cit.*, p. 487; ; Cfr. MARCOS, RUI FIGUEIREDO; *As Companhias Pombalinas: Contributo para a História das Sociedades Constituídas por Ações em Portugal, Almedina, Coimbra, 1997, p. 685; Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º, 2013, p. 356*

(⁷) Estatuía assim o artigo 3.º dos estatutos da Companhia Geral Grão – Pará e Maranhão:

“ 1. A dita Companhia constituirá hum corpo político composto de um Provedor, de oito deputados, e de hum Secretário: A saber oito homens de Negocio da Praça de Lisboa, e hum Artífice da Casa dos Vinte e quatro (...)

2. O sobredito Provedor, e Deputados seraõ comerciantes Vassallos de V. Magestade, naturaes ou naturalizados; e moradores nesta Corte, que tenhaõ dez milcruzados de interessar na dita Companhia (...)

3 As eleições do sobredito Provedor, Deputados e Conselheiros, se faraõ sempre na Casa do despacho da Companhia pela pluralidade de votos dos interessados, que nella tiverem cinco mil cruzados de açoens, ou dahi para cima. Aqueles que menos tiverem, se poderaõ com tudo unir entre si para que, prefazendo a dita quantia, constituaõ em nome de todos hum só voto; que poderaõ nomear como bem lhes parecer (...)

(⁸) Como vem mencionado por RUI MARCOS FIGUEIREDO em rodapé na obra supracitada, depreende-se dos textos estatutários da Companhia Geral do Grão – Pará e Maranhão: “O Provedor, Deputados, e Conselheiros serãõ nesta primeira fundação nomeados por Vossa Magestade para servirem por tempo de três anos; findos os quaes darãõ conta com entrega aos que forem eleitos nos seus lugares (...)” Cfr. MARCOS, RUI FIGUEIREDO; *ob. cit.*, p. 692

de constituir um direito de voto somando ações entre eles, até perfazer a quantia necessária para exercer o direito de voto em matéria eletiva para a *junta*.⁹

O sufrágio de administradores caracterizava-se por um método de imposição de insígnias, segundo o qual, os sócios eram divididos por três categorias: (i) uma primeira que elencava os sócios com capacidade jurídica para ocupar o lugar de provedor ou deputado; (ii) uma segunda categoria que tratava de identificar os sócios que individualmente tinham direito de voto para eleger administradores para a *junta*; (iii) uma última categoria que se reportava áqueles sócios que, para elegerem administradores, tinham-se de reunir por tantos acionistas, quanto os necessários para formarem um voto.

As duas últimas categorias atribuíam aos acionistas um estatuto diferente consoante tivessem participação suficiente para eleger isoladamente membros para a *junta*, e para aqueles que apesar de não ter participação suficiente eram livres de exercer coletivamente o direito de voto desde que atingissem o limiar estatutário. No caso da Companhia Geral Grão – Pará e Maranhão se os acionistas minoritários coletivamente reunissem cinco o mil cruzados poderiam na assembleia geral, representados por um dos acionistas minoritários, exercer o seu voto.

Muito embora os estatutos da Companhia Geral Grão – Pará e Maranhão, bem como à semelhança dos pactos sociais das demais sociedades anónimas da época, conferissem o direito de sufrágio aos acionistas titulares de um certo número de ações, os sócios possuidores de uma quantidade insuficiente de ações não estavam inibidos de se agruparem de modo a completarem o mínimo de ações requerido.¹⁰

1.3 O Código Comercial de Ferreira Borges e Lei das Sociedades Anónimas de 1867

I. O Código Comercial de FERREIRA BORGES de 1833 teve como finalidade dotar o ordenamento jurídico de um hodierno regime que disciplinasse as sociedades comerciais. Contudo, os vários períodos conturbados que se fizeram sentir na altura, ditaram o atraso industrial do país, fazendo com que o Código Comercial não demonstrasse os resultados pretendidos. Volvidas algumas décadas, o Código de FERREIRA BORGES viu-se forçado a sofrer uma reforma.

⁽⁹⁾ Cfr. MARCOS, RUI FIGUEIREDO; *ob. cit.*, p. 686

⁽¹⁰⁾ Cfr. MARCOS, RUI FIGUEIREDO; *ob. cit.*, p. 701

Após várias tentativas para alterar o Código, foi aprovada a *Lei das Sociedades Anonymas, de 22 de Junho de 1867*, decorrente da aprovação de uma proposta apresentada pelo Ministro das Obras Públicas JOÃO ANDRADE DE CORVO, composta por 59 artigos. Do elenco deste articulado normativo sobressalta a Secção IV – *Da administração e do conselho fiscal* - compreendida pelos artigos 13.º a 25.º. Pela primeira vez, surgiram disposições normativas que estabeleciam um tratamento legal sobre os órgãos sociais das sociedades anónimas.

II. Por influência Francesa,¹¹ o legislador Português estatuiu ao lado do órgão de administração um órgão fiscal. Esta dualidade de entidades justificou-se dada a dificuldade que os acionistas minoritários tinham para ser eleitos para o órgão de administração. Assim, o órgão fiscal tinha como desígnio, verificar se a condução dos negócios sociais era conforme com o objeto da sociedade. Nesta sede, podemos afirmar com segurança, que o direito societário oitocentista, permitiu que o órgão de fiscalização fosse composto por acionistas minoritários, de modo a escrutinar a gestão da sociedade entregue aos acionistas majoritários. Em vez de controlarem o desempenho dos administradores uma vez por ano através do relato das contas, era possível controlar com maior regularidade a atuação dos acionistas majoritários numa altura em que a gestão não era profissionalizada, e não acarretava conhecimentos especialmente técnicos.

Do estudo doutrinário destes artigos, TAVARES DE MEDEIROS¹² já escrevia que a gestão das sociedades prescrevia “*a alma e vida dos capitães.*”. pelo que, afirma mais à frente dizia, “*A fiscalização pertence de direito a todos os accionistas, como interessados na boa administração e prosperidade da sociedade.*” “*A existência d’este conselho composto de accionistas com as atribuições, que lhe são dadas nos artigos já citados, pareceu-me ser uma salutar garantia para os associados e para publico.*” As palavras do Autor já evidenciam algum cuidado para proteger as minorias perante eventuais abusos da maioria que facilmente se conseguiam eleger para os órgãos administrativos.

(¹¹) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial –*, Almedina, Coimbra, 2.ª ed., 2007, p 623 e ss.

(¹²) Cfr. MEDEIROS, JOSÉ TAVARES DE ; *Commentario da Lei das Sociedades Anónimas de 22 junho de 1867, 1886*, p. 102

1.4 O Código Veiga Beirão

I. O Código de VEIGA BEIRÃO, que entrou em vigor no ano de 1888, aflorou o regime da administração das sociedades anónimas como aspeto nuclear. A disciplina jurídica da administração, foi na altura, um dos temas centrais da reforma. Contudo, o ímpeto reformista estimulado pelo experimentalismo das *Lei das Sociedades Anonymas de 22 de Junho*, não trouxe nenhuma novidade quanto à matéria da representação das minorias no órgão de administração.¹³

II. O Código VEIGA BEIRÃO foi sobretudo cuidadoso no método como disciplinou a responsabilidade dos administradores, introduzindo novidades como a responsabilidade pessoal e solidária dos por atos danosos oponíveis à sociedade e a terceiros, pela inexecução do contrato, violação dos estatutos ou da lei.¹⁴

Por outro lado, o Código veio caucionar a responsabilidade por atos praticados pelos administradores nos termos previstos pelos estatutos ou pela assembleia geral.^{15/16}

1.5 O Código das Sociedades Comerciais

I. O Decreto Lei n.º 262/86, 2 de setembro veio aprovar o Código das Sociedades Comerciais, fruto da necessidade de transpor diretivas comunitárias e modernizar o direito das

(¹³) Cfr. artigo 172.º do Código VEIGA BEIRÃO “*A eleição dos diretores será feita de entre os sócios por tempo certo e determinado não exequente a três anos, sem prejuízo da revogabilidade do mandato, sempre que qualquer assembleia geral o julgue conveniente.*”

(¹⁴) Cfr. no artigo 173.º do Código VEIGA BEIRÃO “*Os directores das sociedades anónimas não contraem obrigação alguma pessoal ou solidária pelas operações da sociedade; respondem, porém, pessoal e solidariamente, para com ela ou para com terceiros, pela inexecução do mandato e pela violação dos estatutos, e preceitos da lei.*”

(¹⁵) Cfr. artigo 174.º do Código VEIGA BEIRÃO “*Os Directores caucionarão sempre a sua gerência na forma estabelecida nos estatutos, e, no silêncio d’estes, pela que for determinada em assembleia geral, sem o que não poderão entrar em exercício.*”

(¹⁶) A todos os artigos do Código VEIGA BEIRÃO, Cfr. (in) http://www.dgpi.mj.pt/sections/leis-da-justica/pdf-ult/sections/leis-da-justica/pdf-ult/codi-comercial-de1888/downloadFile/file/CodComercial.pdf?nocac_h e=118_8821262.8

sociedades comerciais.¹⁷ Foi com a aprovação do Código das Sociedades Comerciais que pela primeira vez foi positivado pelo legislador regras de indigitação de administradores confiadas aos acionistas minoritários. Falamos das duas normas que vão ocupar a maior parte deste trabalho: as *Regras de Eleição Reforçada* previstas pelo n.º 2 do artigo 391.º e das *Regras Especiais de Eleição* previstas pelo artigo 392.º. Estas regras, têm comum o facto de virem dispostas na Secção I «*Conselho de administração*», Capítulo IV «*Administração, fiscalização e secretário da sociedade*» do Título IV «*Sociedades anónimas*».

Muito por inspiração do artigo 71.º da Lei Espanhola das Sociedades Anónimas de 1951¹⁸, que previa regras de nomeação de administradores pelas minorias; o legislador nacional entendeu que os assuntos da gestão, também deveriam ser confiados a outros acionistas. que não os da maioria.

II. As regras especiais de eleição do artigo 392.º vieram num momento ulterior sofrer uma modificação por força do Decreto Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março. Em alguns aspetos foi positivo noutros nem tanto.

O n.º 1 do artigo 392.º previa «(...) não excedente a um, dois ou três, conforme o número total for de três, cinco, ou mais de cinco, se proceda a eleição isolada, entre pessoas propostas em listas subscritas por grupos de accionistas (...)» passa agora a prever «(...) não excedente a um terço do órgão, se proceda a eleição isolada, entre pessoas propostas em listas subscritas por grupos de accionistas (...) »

Neste aspeto, entendemos que o legislador andou bem ao simplificar a letra da lei e ao eliminar uma restrição que não fazia qualquer sentido. Referimo-nos à parte, em que a redação

(17) O artigo 4.º, n.º 2 da proposta inicial da 5.ª Diretiva das sociedades, do modelo de administração germânico previa a representação de minorias no Conselho Geral e Supervisão até o máximo de 1/3, composta por membros eleitos pelos trabalhadores. Apesar da proposta inicial não indicar expressamente nenhum aspeto sobre a designação de acionistas minoritários, o artigo 36.º permitia de certa forma, uma leitura que abria a possibilidade de designação de administradores para o Conselho Geral e de Supervisão pela fação da minoria. Só em 2001, com a Cimeira de Nice, voltou a retomar-se a questão da representação das minorias no órgão de gestão com a publicação do Regulamento (CE) n.º 2157/2001 do Conselho, de 8 de outubro de 2001 (Cfr. *JOCE n.º L-294, de 10 de Novembro de 2001*) que prevê a criação de Sociedades Anónimas Europeias estabelecendo logo no considerando 19.º, que o Estatuto de Sociedade Anónima Europeia é concretizado pela Diretiva n.º 2001/86/CE do Conselho relativa ao envolvimento dos trabalhadores no órgão de administração. Cfr. SOFIA RIBEIRO BRANCO, *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração, (in), O Direito, ano 136, 2004, IV, p. 717-719*

(18) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO: *ob., cit., p. 703*

anterior, determinava que: caso o órgão de administração tivesse 5 ou mais membros, os acionistas minoritários só podiam eleger até três membros. Com a nova redação, o limite de administradores a eleger pelos acionistas minoritários poderá ser sempre até um terço, independentemente do número total de administradores. Isto quer dizer que perante um órgão de administração com 12 membros, os minoritários podem eleger 4 em vez de 3.

III. Por outro lado, o legislador andou mal ao alterar a redação do n.º 7 do artigo 392.º, incorrendo numa lacuna incompreensível. A anterior redação dispunha «*Para execução do disposto no número anterior, a eleição será feita por votação entre os accionistas da referida minoria, na mesma assembleia, e o administrador assim eleito substitui automaticamente a pessoa menos votada da lista vencedora ou, em caso de igualdade de votos, aquela que figurar em último lugar na mesma lista. (...)*».

Com a reforma do Decreto Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março passou a consagrar «*Nos sistemas previstos nos números anteriores a eleição é feita entre os accionistas que tenham votado contra a proposta que fez vencimento na eleição dos administradores, na mesma assembleia, e os administradores assim eleitos substituem automaticamente as pessoas menos votadas da lista vencedora ou, em caso de igualdade de votos, aquela que figurar em último lugar na mesma lista. (...)*»

Esta matéria é lacunosa porque o âmbito do n.º 7 do artigo 392.º só pode ser aplicado ao mecanismo de eleição dos vencidos (cfr. 392.º, n.º 6). Esta regra não tem qualquer sentido quando aplicada ao mecanismo de eleição isolada (cfr. 392.º n.º 1 a 5), porque esta técnica de designação se localiza antes da votação da maioria. Assim, é impossível que os administradores nomeados pelos minoritários possam substituir automaticamente os candidatos da maioria que figurem em último lugar na lista.¹⁹

§ 2 Análise de Direito Comparado

2.1 E.U.A.

I. Nos E.U.A., a designação de administradores pelos acionistas minoritários é feita através do *straight voting* ou *cumulative voting* e tem como principal fonte o §7.28 do *Model*

(¹⁹) Cfr. *Infra*, 6.3, 6, § III, p. 85-91

Business Corporation Act. Estes sistemas têm em comum o facto de cada acionista ter direito a tantos votos quanto o número de ações de que é titular multiplicado pelos lugares vagos para o conselho de administração (*board of directors*). A diferença entre os dois sistemas, é que o segundo, o *cumulative voting*, se pode denominar, como mecanismo amigo dos acionistas minoritários, porque através deste sistema, as minorias podem concentrar todos os seus votos num administrador ou num número reduzido de administradores por comparação com à totalidade de lugares para o conselho de administração, aumentando as suas possibilidades de designar um administrador.^{20/21}

Tomemos o seguinte exemplo: no *straight voting* se um acionista tiver 1 000 ações, disporá de 5 000 votos, caso a *board of directors* seja composta por 5 administradores, relativamente aos quais, o detentor dos votos terá de distribuir os 1 000 votos, por cada um dos 5 administradores. No *cumulative voting*, o acionista tem a opção de não seguir este caminho, podendo concentrar, por exemplo, todos os votos num só candidato. Continuando com este exemplo, o acionista tendo 5 000 votos, poderá cumular (daí a expressão *cumulative*) todos os seus votos num só administrador de maneira a elegê-lo.²² Dentro do sistema *cumulative voting*, se o acionista A tiver 51% (5 100 ações) e o acionista B (3 500 ações), num processo eleitoral para eleger três administradores, A terá 15 300 (3 x 5 100) e B terá 11 500 (3 x 3 500). O acionista B, deverá tomar uma posição estratégica e cumular todos os seus votos num só candidato de maneira a garantir que consegue eleger um administrador. Do mesmo modo, o acionista A, prevendo que o acionista B vai concentrar todos os seus votos num só administrador, vai distribuir os seus votos para duas vagas. Desta forma assegurará a maioria do conselho de administração.

⁽²⁰⁾ Cfr. COYLE, JOHN F.; *Altering Rules, Cumulative Voting, and Venture Capital*, (in) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2719849 e Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 716*

⁽²¹⁾ Cfr. BHAGAT, SANJAI e JAMES A. BRICKLEY; *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, *The Journal of Law and Economics*, Vol. 27, n.º 2, 1984, p. 339

⁽²²⁾ Seguimos de perto o exemplo proposto PEDRO MAIA. Cfr. MAIA, PEDRO; *A Função e o Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, *STVDIA IVRIDICA*, 62, BFDC, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p.302

II. Todavia, o *cumulative voting* não costuma ser uma prática comum nas empresas abertas ao investimento público nos E.U.A.,²³ talvez derivado da sua falta de previsibilidade.²⁴

Os E.U.A têm sido pioneiros na criação de esquemas inovadores para eleger administradores. O mais recente detonou logo no dealbar na crise financeira de 2008, na medida que houve a necessidade de alinhar políticas de gestão a curto-prazo levadas a cabo pela administração (*short-termism*) com a visão a longo-prazo dos acionistas (*long-termism*). Este alinhamento de interesses da *management* com a *ownership*, permite que a gestão não corra riscos desnecessários, inflacionando a curto-prazo o valor-empresa (v.g., através da manipulação de relatos financeiros, por forma a que os administradores obtenham uma majoração na sua remuneração pelos bons resultados conseguidos). O alinhamento da gestão com a visão dos acionistas permite assim, que os administradores tenham de seguir um modelo de gestão com uma lógica de desempenho e crescimento sustentado a longo-prazo.

Uma das medidas que tem vindo a ganhar espaço nos E.U.A. é o *proxy access*, que permite que as minorias, na qualidade de acionistas-investidores, desde que detenham uma posição na sociedade durante um período razoavelmente longo (normalmente entre 2 a 5 anos) tenham o direito de indicar administradores (*directors*) para concorrer à eleição com outros indicados pela sociedade nos termos gerais, através dos meios e documentos (*proxy materials*) usados pela própria sociedade. Um dos mais exemplos mais mediáticos foi o da *Apple Inc.* e da *McDonald's Corporation*, que adoptaram o mecanismo de *proxy access* no final de 2015.^{25/26}

(²³) Cfr. OECD - Report Board Member Nomination and Election, 2012, (in) <http://www.oecd.org/daf/ca/BoardMemberNominationElection2012.pdf>

(²⁴) PEDRO MAIA, afirma que o sistema do *cumulative voting* tem um carácter aleatório, na medida que pode culminar na hipótese irrisória do acionista minoritário conseguir para si o domínio do conselho de administração. Se por hipótese o acionista A, distribuir os seus votos em parcelas iguais pelos três candidatos, isto é, 5 100 por cada um deles, e o acionista B, cumular os seus votos, em dois lugares, por parcelas iguais de 5 750, consegue eleger a maioria de administradores para a gestão. Esta observação, que não deixa de ser um apontamento pertinente do autor. Cfr. MAIA, PEDRO; *ob.*, *cit.*, p. 302

(²⁵) Cfr. SANTOS, HUGO MOREDO DOS e ORLANDO VOGLER GUINÉ; *Proxy Access – Movimento Crescente nos E.U.A.*, (in) *GovernanceLab*, <http://governancelab.org/pt/post/proxy-access-movimento-crescente-noseuahttp://governancelab.org/pt/p ost/proxy-access-movimento-crescente-nos-eua>

(²⁶) Cfr. secção 5.15 dos estatutos (*by-laws*) da *Apple Inc.* (in) <http://investor.apple.com/corporate-governance.cfm> e secção 12 dos estatutos (*by-laws*) da *McDonald's Corporation* (in) http://corporate.mcdonalds.com/mcd/investors/corporate-governance/certificate_of_incorporation_and_by_laws.html

2.2 Alemanha

I. O (2) do § 101 do AktG permite que certos acionistas ou certas ações tenham o direito de nomear, no máximo, um terço do Conselho Geral e Supervisão²⁷ (*Aufsichtsrat*)²⁸. Esta norma, vai no sentido radicalmente oposto ao regime previsto pela II parte do n.º 2 do artigo 391.º do CSC « (...) ou que a eleição de alguns deles, em número não superior a um terço do total, deve ser também aprovada pela maioria dos votos conferidos a certas acções, mas não pode ser atribuído a certas categorias de acções o direito de designação de administradores.» Isto é, no ordenamento societário tudesco é permitido conceder a determinadas ações privilegiadas o direito de designar administradores. Para esse efeito, o legislador germânico teve o cuidado de atribuir este direito especial apenas às ações nominativas, não podendo serem emitidas ações ao portador com o direito especial de eleger administradores com base no (2) do § 101 do AktG. Do mesmo modo, a mesma fixação normativa, permite que os estatutos atribuam a determinados acionistas direito de designar administradores, desde que não ultrapasse um terço do total dos membros do Conselho Geral e Supervisão.²⁹

Diferentemente, o nosso ordenamento não permite que sejam conferidas a determinadas ações o direito de designar administradores, permitindo apenas que as ditas ações privilegiadas possam vetar até um terço dos membros eleitos para o órgão de administração.

Enquanto no ordenamento Alemão podem ser emitidas ações privilegiadas que postulem um efeito positivo na posição dos acionistas minoritários à gestão social, a nossa Lei, diferentemente, apenas permite que as ações privilegiadas em matéria de designação de administradores providenciem aos acionistas minoritários um efeito negativo à gestão.

II. Para além do (2) § 101 do *AktG*, outra figura que poderá se aproximar da tutela das minorias à gestão, será o instituto da co-gestão (*Mitbestimmung*), por meio do qual, os trabalhadores tinham representação no *Aufsichtsrat*. Assim, a co-gestão tem a sua razão de ser na representação paritária de trabalhadores e de capital acionista no Conselho Geral e

(27) Ou mais corretamente, seguindo a denominação germânica *Conselho de Vigilância*.

(28) Cfr. MAIA, PEDRO; *ob. cit.*, p. 301

(29) Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 218

Supervisão. Bem como, a introdução de um representante de trabalhadores no Conselho de Administração Executivo³⁰ (*Vorstand*).^{31/32}

Apesar da grande importância do mecanismo da co-gestão para a proteção das minorias, entendemos que o objetivo da co-gestão não se contextualiza no âmbito da designação de administradores por acionistas minoritários, pois de acordo com o sistema da co-gestão, a minoria tutelada é uma minoria não-acionista representativa do fator trabalho.³³

2.3 França

I. Em França, por meio da Lei de 25 de julho de 1994, é permitida a participação dos trabalhadores no órgão de administração, se os mesmos forem também acionistas da empresa para a qual trabalhem e detenham pelo menos 3% das ações num quadro de investimento da empresa. Com efeito, a partir do momento em que do relatório anual, os acionistas em assembleia geral constatarem que os trabalhadores detêm 3% do capital social da empresa, é convocada uma assembleia geral extraordinária para que seja incluída uma cláusula estatutária que preveja a designação de pelo menos um administrador³⁴ pelos trabalhadores no órgão de administração.

(³⁰) Ou “direção”, na terminologia do *Aktiengesetz*

(³¹). Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 714*. Cfr. SERENS, MANUEL NOGUEIRA; “*Co-Gestão*” – *Que futuro? (Separata) Estudos em homenagem ao Prof.º Dr.º J.J. Teixeira Ribeiro, IV, BBFDUC, Coimbra, 1980, p. 35*

(³²) A co-gestão teve como fundamento a solução de um problema relacionado com a luta de classes entre o capital e a classe operária. Assim, a co-gestão foi introduzida pelas Leis de 21 de maio de 1951 e de 7 de agosto de 1956 para ser aplicada apenas às indústrias do carvão e do aço. Com a aprovação da Lei de 1951, os sindicatos alemães começaram a reivindicar a extensão da co-gestão a todas as empresas. Como resultado dessas reivindicações, em 1976, durante a Chancelaria de HELMUT SCHMIT, foi aprovada uma Lei em que todas as empresas com mais de 2 000 trabalhadores, poderiam implementar o instituto da co-gestão. Assim, à imagem da Lei de 1951, foi aceite por todas as empresas um tratamento paritário entre trabalhadores e capital, sendo que no caso de não haver acordo entre os representantes dos trabalhadores e acionistas, o presidente do *Aufsichtsrat* era eleito pelos acionistas (que tinha voto de qualidade), e o vice-presidente era eleito pelos representantes dos trabalhadores. Cfr. FRANC, GEORGES LE; *Socialismo Reformista, Porto Editora, 1979, p. 104*. Cfr. SERENS, MANUEL NOGUEIRA; *ob., cit., p. 23*

(³³) Tal como sublinha SOFIA RIBEIRO BRANCO. Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 714*

(³⁴) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 711*

II. Apesar de o estudo das minorias nas sociedades comerciais, ter sido objeto de um amplo e profundo tratamento pela jurisprudência e doutrina em França, a verdade é que o direito dos acionistas minoritários em designar administradores não tem sido um tema objeto de muita atenção pela Lei. O entendimento dominante em França, é que, os acionistas majoritários devem ter o controlo da gestão, onde à luz o princípio da “*boa-fé*” e dos “*deveres de lealdade*” comprometem-se em assembleia geral, a dirigir a sociedade sem ir contra o interesse social e contra o interesse dos minoritários.³⁵ Contudo, não têm faltado vozes que defendam o interesse das minorias em designar administradores como meio de controlar o desempenho das maiorias na gestão da sociedade. Designadamente através da introdução de ações privilegiadas que estejam materializadas num direito especial em designar administradores³⁶, tal como vem consagrado no (2) § 101 do AktG.

III. Contudo, em França, a designação de administradores por acionistas minoritários, tem tido como principal fonte os acordos parassociais, desde que dentro dos limites da legalidade e desde que respeitem o interesse social. Considera-se a hipótese de diferentes blocos de acionistas se organizarem e celebrarem acordos entre si tendentes à distribuição de lugares para o conselho de administração, nos quais podem ficar reservados para os minoritários um certo número de lugares. Do mesmo modo, os acionistas podem também prever em acordos parassociais, que a assembleia geral tenha de designar um dos candidatos propostos pelos minoritários, através de uma lista com nomes de pessoas especialmente concebida para o efeito.³⁷

IV. Por último, também temos de deixar nota, que o legislador francês demonstrou uma preocupação em proteger os pequenos acionistas nas sociedades anónimas admitidas à negociação em mercado de capitais regulado, prevendo o L225-120 do Código Comercial Francês a possibilidade de os acionistas constituírem associações para representarem os respetivos interesses no seio dessas sociedades. Essas associações podem ser formadas por acionistas que detenham pelos menos 5% de ações nominativas com direito de voto, por um período ininterrupto não inferior a 2 anos.

(³⁵) Cfr. FORIER, PAUL ALAIN; *Les Situation de Blocage dans le Societe Anonyme, Conférence L'ULB, 2009, p. 14-15*

(³⁶) PEDRO MAIA citando os autores LYON-CAEN e L. RENAULT, *Traité de droit comercial, Tome 2*. Cfr. MAIA, PEDRO; *ob., cit., p. 299*

(³⁷) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 711*

A circunstância de o Código de Comercial Francês exigir para a formação da minoria a condição de 5% de ações nominativas por um período não inferior a 2 anos, demonstra uma preocupação do legislador em conceder àqueles acionistas um benefício à gestão social, porque têm efetivamente um interesse real no valor da sociedade, evitando que os investimentos realizados sobre a sociedade não sejam exclusivamente capturados apenas pelo escopo da oferta e da procura do mercado das ações.³⁸

2.4 Itália

I. Em Itália o “*voto por lista*” serve de paradigma para proteção dos acionistas minoritários em designar administradores. O dito instituto foi introduzido pela primeira vez pela Lei n.º 374/1994, de 30 de Julho, com objetivos bem diferentes dos de hoje em dia, e consiste numa permissão dada pelos estatutos, que possibilita a apresentação de listas com nomes dos candidatos para o órgão de administração. Ao abrigo deste sistema, os acionistas minoritários podem apresentar uma lista autónoma face à da maioria, propondo nomes de candidatos para o cargo de administrador em número que não exceda um quinto do órgão de administração³⁹. Este esquema, atraiu a Comissão Europeia, que no Livro Verde de 2011 sobre *Corporate Governance*⁴⁰, auscultou o sistema do voto por lista italiano, cogitando-o como hipótese para introduzir novos instrumentos a transpor pelos Estados membro que tutelassem o direito dos acionistas minoritários em eleger administradores.

II. O ordenamento italiano, institui ainda a injuntividade da representação minoritária dos acionistas no conselho fiscal nas sociedades anónimas italianas abertas ao capital público. Por força do Decreto Legislativo n.º 58/1998, de 24 de Fevereiro,⁴¹ mais conhecido como *Legge Draghi*, que transpôs a Diretiva Europeia n.º 93/6/CEE, de 15 de Março (relativa à adequação

(³⁸) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 712

(³⁹) Cfr. ALVARO, SIMONE e GIOVANNI MOLLO e GIOVANNI SICILIANO; *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate*, *Quaderni giuridici, CONSOB*, n.º 1, 2012, p. 16 (in) http://www.consob.it/main/consob/publicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg1.html

(⁴⁰) Cfr. ponto 2.7.1 do Livro Verde da UE sobre o Governo das Sociedades (in) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf

(⁴¹) Também conhecida como “*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*”

dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito), e a Diretiva de 93/22/CE, de 10 de Maio (conducente aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários), estabeleceu-se que no ato constitutivo de uma sociedade aberta, deve estar contida uma previsão estatutária que assegure que um dos membros do conselho fiscal (*collegio sindacale*) seja designado por acionistas minoritários (artigo 148.º, n.º2 da *Legge Draghi*).⁴²

III. Por outro lado, a matéria sobre a designação de administradores por acionistas minoritários tem também sido em Itália objeto de um acérrimo debate pela doutrina. O ordenamento jurídico italiano disciplina a matéria das sociedades comerciais do Código Civil, “*Livro V* “sob epígrafe “*Delle società*”, prevendo no artigo 2368.º do *Codice Civile* de 1942 a possibilidade de o ato constitutivo da sociedade incluir normas particulares que regulem a designação de pessoas para os órgãos sociais.⁴³

Partindo do pressuposto que podem ser consagradas regras estatutárias para reger a designação de pessoas para os órgãos de administração, a doutrina italiana tem discutido se os estatutos podem prever uma previsão no contrato de sociedade que tutele as minorias à gestão através de um direito para designar administradores.

Ora, através do segundo parágrafo do artigo 2368.º a maioria da doutrina tem vindo a achar que é possível conceder aos minoritários a possibilidade de elegerem administradores da sua confiança. Ou através da inclusão nos estatutos de uma previsão que estatua uma verdadeira representação minoritária, ou através da celebração de acordos parassociais, sob a condição de a assembleia geral não ser privada do privilégio em designar administradores.

De *lege ferenda* é prática nas sociedades anónimas italianas a celebração de acordos parassociais que visem a designação de administradores, matéria essa que vem regulada no artigo 2341.º do Código Civil Italiano, que estabelece limitações à celebração dos mesmos, mas não impede a possibilidade dos acionistas minoritários terem o direito de eleger administradores para o órgão de administração.⁴⁴

(42) Cfr. ALVARO, SIMONE e GIOVANNI MOLLO e GIOVANNI SICILIANO; *ob.*, *ct.*, p. 20. Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 709

(43) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 712. e Cfr. MAIA, PEDRO; *ob.*, *cit.*, p. 299

(44) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 710

Já em menor escala, alguma doutrina tem vindo a defender que nada obsta que as cláusulas dos estatutos possam conferir a certas categorias de ações o direito de eleger um certo número de administradores.⁴⁵

2.5 Espanha

I. O Direito das Sociedades Comerciais em Espanha prevê que cabe em princípio à assembleia geral de acionistas (*Junta General*) a designação de administradores. Os primeiros administradores têm de ser nomeados no momento da constituição da sociedade, devendo para isso, os nomes dos administradores constar na escritura pública do ato constitutivo da sociedade anónima, sendo ulteriormente a ratificados pela *Junta General*.⁴⁶

Para além disso, o sistema eleitoral das sociedades espanhol prevê dois sistemas diferentes para eleger administradores: (i) um sistema de sufrágio ordinário, em que a eleição é aprovada por maioria absoluta; (ii) e um sistema facultativo de representação proporcional dos acionistas minoritários no órgão de administração, com origem no artigo 71.º da Lei Espanhola das Sociedades Anónimas de 1951.

Este segundo sistema, à época, constituiu uma experiência sem paralelo nos restantes ordenamentos jurídicos,⁴⁷ e foi posteriormente transposto integralmente para o artigo 137.º da Lei das Sociedades Anónimas de 1989, sujeitando-se a uma concretização legislativa determinada pelo Real Decreto n.º 821/1991, de 17 de Maio. A regulamentação específica da representação dos acionistas minoritários no órgão de administração, permite o funcionamento do sistema proporcional de uma forma mais clara e pacífica, na medida que o regulamento postula um conjunto de regras que conferem alguma segurança jurídica na aplicação do instituto.⁴⁸

O sistema de representação proporcional aplica-se a todos os titulares de ações com direito de voto que, voluntariamente, se agrupem até constituírem uma percentagem de capital igual ou superior aquele que resulte do quociente resultante da divisão do capital social pelo

(⁴⁵) Cfr. MAIA, PEDRO; *ob.*, *cit.*, p. 299

(⁴⁶) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 703

(⁴⁷) Cfr. MENCIA, JAVIER JUSTE *Los "derechos de minoría" en la sociedad anónima*, Vol. 3 de *Revista de derecho de sociedades*, Arnazdi, 1995, p. 265

(⁴⁸) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 704

número de membros do órgão de administração a eleger. Depois, cada grupo que reúna os parciais do capital social, poderá eleger um membro para a gestão social.⁴⁹ Por exemplo, se o capital social é de 1 000 e o órgão de administração é composto por 5 lugares, quem tiver 20% do capital social, tem direito a eleger 1 administrador, quem tiver 40%, tem direito a eleger 2 administradores.⁵⁰

O exercício do direito de representação proporcional é válido quer no momento em que é designado todo o conselho de administração quer na altura da designação parcial para o órgão de administração. Após a constatação pelos minoritários de que existem vagas a preencher no órgão de administração, ou *in limine* no pressuposto de que as mesmas ficarão vagas na *junta general*, os minoritários ficam legitimados para proceder ao agrupamento de ações.

II. O Real Decreto n.º 821/1991, de 17 de Maio disciplina detalhadamente o exercício do direito de representação proporcional dos acionistas minoritários para o órgão de administração, prevendo que o seu exercício iniciar-se-á pela notificação do agrupamento de ações que tenha sido constituído, até 5 dias de antecedência à data da realização da assembleia eletiva (cfr. artigo 4.º do Real Decreto n.º 821/1991), sendo que o agrupamento de ações deverá ratificar a sua intenção em eleger administradores (cfr. artigo 4.º do Real Decreto n.º 821/1991). Para além dos administradores que entrarão em funções, o agrupamento de minoritários, poderá ainda nomear 3 suplentes por cada vogal nomeado (cfr. artigo 6.º do Real Decreto n.º 821/1991).

A partir do momento em que os acionistas minoritários, agrupados nos termos do artigo 137.º da Lei das Sociedades Anónimas de 1989, designarem um administrador já não poderão participar na votação ordinária para os restantes membros do órgão de administração. Do mesmo modo, o agrupamento de ações fica também limitado a eleger supletivamente alguém para o cargo de administrador se apenas estiver em causa a eleição de membros para o órgão de administração. Havendo vacatura lugares depois da eleição dos acionistas minoritários, serão os maioritários a ter o privilégio de eleger o administrador que irá preencher o lugar vago (cfr. artigo 5.º, n.º 2 do Real Decreto n.º 821/1991).

III. Este sistema de representação proporcional é um sistema de representação direta, no sentido que são os acionistas minoritários, detentores de uma determinada participação social

(⁴⁹) Cfr. SANZ, FERNANDO M. e MIGUEL N. MAÑEZ; *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas, Tecno, Madrid, 2.ª Ed.º, p. 724*. Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 704*

(⁵⁰) Repisando o exemplo que PEDRO MAIA ilustra Cfr. MAIA, PEDRO; *ob., cit., p. 298*

que elegem o administrador. Destarte, este sistema assume um caráter preventivo⁵¹ (*ex ante*), porque a eleição dos minoritários situa-se antes da votação ordinária. Assim, os acionistas minoritários, mesmo antes de conhecerem os administradores eleitos pela maioria, elegem antecipadamente os nomes dos seus candidatos.

IV. Uma última nota quanto ao esquema espanhol de designação de administradores pelos acionistas minoritários. Como dissemos logo no início da análise do sistema eletivo espanhol, o mesmo consagra duas modalidades distintas: uma eleição ordinária e uma eleição que opera segundo o método de representação proporcional, e que temos falado até agora. Não nos podemos esquecer, que o direito espanhol, assim como o direito português, postula um efeito positivo e um efeito negativo⁵² na tutela dos minoritários em designar administradores. Repare-se, como dissemos logo no início na análise do sistema espanhol, a eleição ordinária de administradores está sujeita à aprovação de uma maioria absoluta, isto é, poderá haver uma minoria de administradores que pode bloquear a deliberação eletiva e coloque a maioria na contingência de negociar um acordo com a minoria.

(⁵¹) Cfr. MENCIA, JAVIER JUSTE; *Los "derechos de minoría" en la sociedad anónima*, Vol. 3 de *Revista de derecho de sociedades*, Arnazdi, 1995, p. 261

(⁵²) Cfr. *Infra*, cap. III., p. 48 e ss.

CAPÍTULO II

AS ELEIÇÕES SOCIETÁRIAS COMO ELEMENTO CENTRAL DO DIREITO DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

§ 3 Os vetores fundamentais da deliberação eletiva de administradores

3.1 As maiorias e as minorias nas sociedades anónimas

I. A grande dificuldade do estudo das maiorias e minorias societárias reporta-se precisamente com a falta de um objeto imediatamente apreensível. Isto é, não se trata de uma noção puramente jurídica resultando em abstrato da relação de forças entre as várias fações de acionistas. Não é, portanto, um conceito unívoco, ele está subordinado a uma análise casuística da vida social. Como referiu um conceituado autor, as minorias são “*filhas do caso.*”⁵³

Temos que, minorias como um grupo de acionistas formalmente não identificável na estrutura societária, que se afirma por referência a uma dada deliberação social. Os sócios minoritários, assim como os sócios maioritários, são sempre os sócios presentes no momento da decisão, interessados no funcionamento e no destino da sociedade.

As considerações preliminares não ficam por aqui, também a progressiva emergência da livre concorrência de mercado e das economias de escala compreendem novas realidades em matéria de tutela de acionistas minoritários que se dividem em duas grandes famílias.⁵⁴

Por um lado, a existência de mercados com estrutura acionista pulverizada pelo público, sem que hajam acionistas de referência como foi estudado pela primeira vez na obra *The Modern Corporation and Private Property* de BEARL & MEANS.

E por outro lado, mercados de capitais com estrutura acionista concentrada que evidenciam sociedades com grandes acionistas, que não raras as vezes, fecham a sociedade a intervenções vindas do exterior “*blockholders*”. Em muitos casos, estes grandes acionistas não têm a maioria do capital social votante necessária, para se concluir que são efetivamente

(⁵³) Cfr. RUIZ, SÁNCHEZ; *Conflictos de intereses entre sócios en sociedades de capital (art. 52 de la Ley 2/1995, 23 de Marzo)*, Aranzadi, RdS Collección de Monografías, p. 117

(⁵⁴) Cfr. HOPT, KLAUS J.; *Desenvolvimentos Recentes da Corporate Governance na Europa. Perspetivas para o Futuro*, Miscelâneas n.º 5, IDET, Almedina, Coimbra, 2008, p. 7 e ss.

acionistas da maioria. O que ocorre com frequência nos mercados de capitais com estrutura acionista concentrada, é que os grandes acionistas são uma minoria organizada e pró-ativa, que conseguem suplantar-se na estrutura de poder da sociedade como "*núcleo duro*"; perante uma maioria absentista e desorganizada. Esta manifestação da estrutura acionista levou a doutrina a designar esta minoria como "*maioria de facto*".⁵⁵

II. A cisão entre acionistas maioritários e acionistas minoritários não se pode conceptualizar de uma maneira estanque, ela deriva em primeiro lugar de uma correlação de forças entre acionistas. Como refere SCHMIDT⁵⁶ "*a intervenção minoritária é ao mesmo tempo ato de participação e ato de controlo*", do mesmo modo revelando igual opinião, GARRIGUES⁵⁷ veio escrever "*em definitivo se trata da luta pela aquisição do poder no seio da sociedade anónima, através da conquista da maioria.*"

Como "*teatro de luta*" entre os acionistas, as assembleias gerais são tomadas pelo princípio maioritário, fundamento legitimador para assegurar a vontade política da sociedade. Tal princípio tem obviamente consequências para quem fica vinculado, quer votando contra quer abstendo-se. Funcionalmente o que está subjacente à tutela dos acionistas minoritários resulta num desvio ao princípio da autonomia privada, segundo o qual, alguém só se obriga na exata medida da sua vontade. Só motivos ponderosos, levariam os ordenamentos jurídicos a estabelecer uma exceção tão intensa para o direito societário.

Podemos assim, distinguir dois tipos de motivações: um de ordem prática e outro de ordem dogmática.⁵⁸

O primeiro identifica-se com a unanimidade como mecanismo de tomada de decisão dos sócios. Se a unanimidade fosse imposta aos sócios para legitimar as deliberações, a consequência seria a paralisação da sociedade, acarretando a sua inutilidade e por fim a sua dissolução. A segunda, diz nos que o método maioritário é necessário para expressar a vontade social. A deliberação tomada pelo princípio maioritário, apoiada pelo método colegial, manifesta a vontade da sociedade. Deste modo, nasce a necessidade de tutelar os sócios minoritários, que estão geneticamente ligados ao resultado volátil de uma assembleia geral. A

(⁵⁵) Cfr. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA; *Os Grupos de Sociedades, Almedina, Coimbra, 2.ª edição, 1992, p. 406*

(⁵⁶) Cfr. GARRIGUES, JOAQUÍN; *Hacia un nuevo derecho mercantil, Tecnos, 1971 p. 39*

(⁵⁷) Cfr. SCHMIDT, DOMINIQUE; *Les Droits de la Minorité dans la Société anonyme, Paris, 1970, p. 7*

(⁵⁸) Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit., p. 65*

minoría seria, portanto, constituída por aqueles acionistas que não partilham do parecer maioritário.

Mesmo entendendo que o voto deve ser formado e expresso livremente na assembleia geral, então falar em maiorias e minorias não faria qualquer sentido antes da realização da mesma. Uma vez lá chegados todas as configurações seriam possíveis, pelo que ninguém está livre de decidir “*hoje*” mas ficar pelos que “*perdem amanhã*.”⁵⁹

Deste modo, resultante do desenlace de uma assembleia geral podemos distinguir dois tipos de minorias. Por um lado, aqueles acionistas que não sufragam o entendimento maioritário votando contra a proposta de deliberação. Por outro, aqueles que não estiveram presentes na assembleia geral não exercendo o seu direito de voto. O princípio maioritário trata estas duas realidades da mesma forma, pois todos os acionistas estão vinculados pela deliberação resultante de uma assembleia geral.

Só depois de saber o desenlace da assembleia geral é que podemos identificar quais as grandezas assumidas pelas maiorias e pelas minorias, tendo sempre presente que o meio de tutela óptimo dos acionistas minoritários será pela impugnação da deliberação social.

III. Dentro do objeto da designação de administradores pelos acionistas minoritários cumpre saber qual a importância que a assembleia geral pode desempenhar neste domínio. Já foi referido que o princípio maioritário se assume como critério de operacionalidade e fundamento legitimador da assembleia geral. Contudo, com o surgimento de acionistas que procuram apenas entrar para a sociedade como uma opção de financiamento, abstenendo-se de participar da vida social, o poder soberano e genérico da assembleia geral começou a esvaziar-se.⁶⁰ A Lei das Sociedades por Ações Alemã de 1937 (*Aktiengesetz*) procurou por transformar este paradigma, ao criar um órgão com poderes funcionais para administrar as empresas, abandonando o escopo de que a administração era constituída por conjunto de mandatários dos

⁽⁵⁹⁾ Cfr. RUIZ, SÁNCHEZ; *ob., cit.*, p. 119

⁽⁶⁰⁾ VAZ SERRA, já escrevia que o poder não emanava da assembleia, mas de quem a domina ou dirige, o que resulta, além do mais, do desinteresse de muitos sócios, sobretudo tratando-se de acionistas. Cfr. SERRA, ADRIANO VAZ; *Assembleia Geral, BMJ, n.º 197, p. 123*

acionistas. Para isso, a reforma de Lei das Sociedades por Ações, teve de definir os principais deveres que vinculavam os seus gestores.^{61/62}

Por força da democratização do capital e da responsabilização dos sócios limitada às obrigações de entrada, a assembleia geral tipicamente deixou de ter competências de gestão, passando apenas a ter poderes para deliberar sobre matérias que especialmente lhe sejam atribuídas pela Lei ou pelo pacto social, (Cfr. 373.º, n.º 2). Todavia, excecionalmente, pode deliberar sobre matérias de gestão a pedido do órgão de administração (Cfr. 373.º, n.º 3), que tem poderes gerais alargados para dirigir a sociedade (Cfr. 405.º, n.º 1).⁶³

Como a assembleia geral não tem tipicamente poderes que incidam sobre matérias de gestão, é natural que deliberação que venha a designar administradores seja um evento da vida da sociedade que assuma particular importância, visto que é o momento para os acionistas se fazem representar no órgão de gestão.

A designação de administradores é um dos momentos centrais na *corporate governance* das sociedades anónimas, na medida que vão ser selecionados os administradores que vão integrar o órgão social com poderes funcionais de gestão.⁶⁴ O CSC preocupou-se em dar atenção à designação de administradores pelos acionistas minoritários, ora ao instituir as *regras de eleição reforçada* do n.º 2 do artigo 391.º, ora através das *regras especiais de eleição* do artigo 392.º

Cada um dos sistemas é composto por duas modalidades de designação. No n.º 2 do artigo 391.º temos a inclusão nos estatutos de uma maioria especial que pode ser obviada por um grupo de minoritários, que reúna percentagem de capital social votante suficiente para bloquear a deliberação eletiva da maioria. Temos também uma outra regra, que repousa nas ações privilegiadas, que se traduzem no direito de vetar até um terço do órgão de administração.

(61) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. I, das Sociedades em Geral* –, Almedina, Coimbra, 3.ª ed., 2011, p. 88

(62) Em 1937, a limitação dos poderes de gestão das assembleias gerais, tinha como origem razões político-ideológicas (“*Fuhrerprinzip*”), o modelo atual funda-se em razões técnico-económicas. Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *ob., cit.*, p. 107

(63) Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *A Estrutura Organizatória das Sociedades*, (in), *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Almedina, Coimbra, 2.ª reimpressão, 2008, p. 107

(64) Cfr. CÂMARA, PAULO; *Introdução: Designação de Administradores e Governo das Sociedades*, (in) *A Designação de Administradores* (in) *A Designação de Administradores*, (Col.) *GovernanceLab*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 20

Também as regras especiais de eleição concessionam aos acionistas minoritários duas modalidades de designação. O mecanismo de eleição isolada (cfr. 392.º, n.º 1 a 5) que permite que um grupo de acionistas minoritários possa apresentar uma lista de administradores que se será votada pelos acionistas majoritários. E o mecanismo de designação pelos vencidos (cfr. 392.º, n.º 6 e 7) que permite que os acionistas minoritários, com pelo menos 10% de capital social votante, e que tenham votado contra a proposta que tenha feito vencimento, possam eleger administradores.

Quanto a estes últimos, os minoritários designam administradores através de um efeito positivo. Aos primeiros, o n.º 2 do artigo 391.º postula um efeito negativo na designação de administradores.

3.2 O sistema de eleição por listas e o sistema de votação individual

I. Existem dois modelos eletivos que são profundamente conflitantes entre si. O modelo de eleição individual e o modelo de eleição por listas. O CSC português não determina especificamente que o método eleitoral é o sistema de votação por listas. Contudo, consegue-se extrair por vários preceitos normativos dispersos pelo código, a menção, à expressão “*listas*”, v.g., n.º 2, 3, 4, 6 e 7 do artigo 392.º e o n.º 2 do artigo 423.º- C. Esta técnica eletiva, caracteriza-se por permitir aos acionistas em aprovar ou rejeitar em bloco, os nomes dos candidatos para o órgão de administração

Este modelo de eleição é radicalmente oposto ao modelo de designação individual⁶⁵. Como o nome indica, este modelo consubstancia-se nos casos de designação parcial de administradores, podendo no limite, cingir-se apenas à designação de um administrador.

O modelo de designação individual é seguido no Reino Unido no âmbito da designação de administradores para as *public companies*, e nos E.U.A. onde é muito comum recorrer à designação faseada de administradores (*staggered boards*). A utilização cada vez mais frequente das *staggered board* deve-se sobretudo a questões relacionadas com ativismo acionista, particularmente por servir como técnica de defesa quanto à pretensão de um putativo acionista controlador em querer eleger a maioria dos administradores para a *board*.

(65) Cfr. CÂMARA, PAULO; *ob.*, *cit.*, p. 20

II. Como afirma PAULO CÂMARA, o modelo de designação por listas nunca foi sujeito a uma avaliação séria em Portugal. E a escolha por um ou outro modelo evidencia vantagens e desvantagens.

Como vantagens, o modelo de designação por listas, assenta numa interação e coordenação entre os principais acionistas, pressupondo um processo de consulta em conjunto, sobre os nomes e currículos dos futuros administradores que vão assumir a direção da gestão social. A composição do órgão de administração por listas, permite assim, extenuar os eventuais riscos de agência que estão inerentes à separação entre o controlo e propriedade. Em resultado da concertação dos principais acionistas, esse facto acaba por influir sobre a coesão do órgão de administração, na medida que o sistema por listas é tendente à construção de uma equipa de trabalho diretivo, o que se revela fundamental para o desempenho da gestão.

Como desvantagens, o modelo de votação por listas não patenteia um escrutínio individual de cada candidato. Este ponto apresenta algumas fragilidades do modelo de votação por listas, designadamente quanto à importância de os candidatos obedecerem aos requisitos pessoais exigidos pelas entidades de supervisão em alguns setores de atividade financeira e económica.

III. Já o modelo de eleição individual, assumindo as vestes da designação faseada típica nos E.U.A (*staggered boards*), apresenta como principais aspetos positivos: (i) assegurar uma maior continuidade da administração da sociedade e; (ii) que haja um condicionamento ao raio de ação da comissão de remunerações, designadamente por permitir um desfasamento no início de funções da administração e da comissão de remunerações. Isto permite que a comissão de remunerações possa estabelecer um pacote remuneratório mais equitativo e adaptado às qualidades do administrador e às necessidades da empresa.

Por outro lado, o modelo de designação individual perturba o trabalho de equipa da administração, na medida que fomenta sub-culturas dentro da administração. Além disso, em momentos de viragem estratégica ou financeira, a designação faseada pode contrariar processos de mudança disruptiva.⁶⁶

V. Por último é importante referir que o nosso sistema jurídico consagra um desvio à aprovação em bloco da lista de nomes dos administradores. A exceção repousa no mecanismo de designação pelos vencidos previsto pelo n.º 6 e 7 do artigo 392.º, na medida que os acionistas

⁽⁶⁶⁾ Cfr. CÂMARA, PAULO; *ob.*, *cit.*, p. 36

minoritários têm um verdadeiro direito potestativo ao fazer substituir o nome do último administrador que figure na lista da maioria por um administrador designado pelos acionistas minoritários. Também as ações privilegiadas que materializam o direito especial em vetar um terço da lista aprovada pelos acionistas da maioria (II parte do n.º 2 do artigo 391.º) constituem um desvio ao princípio da aprovação ou rejeição em bloco do sistema por listas. O direito de veto direciona-se para bloquear um terço da lista da maioria. Pelo que, tanto os acionistas minoritários como os acionistas da maioria, terão de negociar uma parcela da lista, dado que a outra parte da lista é automaticamente aprovada.

Quanto aos outros mecanismos de eleição, não parece que eles configurem uma exceção ao efeito prototípico (aprovação ou rejeição em bloco) do sistema por listas. O mecanismo da eleição isolada (n.º 1 a 5 do artigo 392.º), previsto pelas regras especiais de eleição, localiza-se no processo eleitoral antes da aprovação da lista da maioria. Por essa razão, os acionistas majoritários, estando informados que a votação geral irá ocorrer em momento posterior ao mecanismo de eleição isolada, desenham a sua lista de administradores de acordo com os lugares (que são a maioria) que lhes estão reservados.

Quanto ao mecanismo de eleição previsto I parte do n.º 2 do artigo 391.º – a regra da maioria especial – ele não constitui nenhum desvio ao princípio da aprovação ou rejeição em bloco do sistema por listas, pois havendo uma minoria que reúna a fração de capital social necessária para bloquear a deliberação da maioria, esta terá de encontrar um acordo com os minoritários para compor uma nova lista que seja comum a ambas as fações.

3.3 As assembleias eletivas

I. A designação de administradores é um fenómeno na vida das sociedades anónimas de grande importância, quer seja porque constitui a presunção mais forte de domínio da sociedade, quer seja porque devem ser escolhidas as pessoas mais talentosas para o cargo. A designação de administradores pode apresentar-se através de um duplo-sentido: através de um processo de formação da vontade e o resultado desse processo.⁶⁷ Para o nosso tema, interessamos a primeira bitola pelo que, nesta parte da tese iremos analisar como funcionam as assembleias eletivas através das regras que o CSC plasma para regular o sufrágio de administradores.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. CÂMARA, PAULO; *ob., cit.*, p. 13

Tem se dado grande atenção às qualidades pessoais dos candidatos que vão dirigir a sociedade e à composição qualitativa do órgão de administração, mas não pode deixar de ser analisado o instituto de designação de administradores como processo deliberativo, que deve correr dentro da estrutura orgânica das sociedades comerciais de forma equitativa e transparente. A OCDE já alertou que é prática comum em muitas jurisdições, que a eleição de administradores ocorra por meio do método “*braço do ar*” em vez do método de “*polling*” (voto secreto). Não é este o espírito que se infere dos princípios da *corporate governance*, na medida que o primeiro método não se dirige para o tratamento paritário entre os acionistas.^{68/69}

No âmbito e pelo escopo do funcionamento das assembleias gerais, entramos no domínio das *eleições societárias*, onde assume especial acuidade o direito de os acionistas decidirem quem querem que assuma o poder-dever de gerir a sociedade.

II. O CSC dedica várias disposições às *eleições societárias* estabelecendo como princípio, que na eleição para os titulares de órgãos sociais, havendo várias propostas, fará vencimento aquela proposta que tiver a seu favor o maior número de votos (cfr. 386.º, n.º 2). Esta regra determina que a deliberação que incida sobre a designação dos titulares de cargos dos órgãos sociais opera por maioria simples, não estando sujeita a nenhum quórum deliberativo ou constitutivo, pois devem ser apresentadas listas de candidatos que devem ser aprovadas ou rejeitadas em bloco.⁷⁰

III. O CSC apresenta especificidades em matéria de assembleias eletivas especialmente dirigidas para a designação de administradores. Desde logo, quando a sociedade é constituída. Quando a sociedade anónima é constituída *sem apelo à subscrição pública*, a designação de administradores vem plasmada no contrato de sociedade e resulta da vontade unânime de todos os acionistas outorgantes do contrato.⁷¹ Todavia, se a sociedade anónima for constituída com *apelo à subscrição pública*, designação de administradores opera por eleição na assembleia constitutiva (cfr. 291.º, n.º 7, al. b)), pelo que se impõe a observância dos n.º 4, 5 e 6 do artigo

(⁶⁸) Cfr. OECD Report Board Member Nomination and Election, 2012, p. 25 (in <http://www.oecd.org/data/cf/ca/BoardMemberNominationElection2012.pdf>)

(⁶⁹) Cfr., *Infra*, § 9, *cap. IV.*, p. 108-115

(⁷⁰) Quanto ao sistema de eleição por listas cfr. *Supra*, 3.2, § 3, *cap. II*, p. 37-39

(⁷¹) Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2003, *reimpressão da edição de 1992*, p. 516

281.º. Neste sentido, cada promotor e cada subscritor deve ter um voto, seja qual for o número de ações que tenham subscrito. Na primeira data fixada para a realização da assembleia, esta só pode deliberar se estiverem presentes pelo menos metade dos subscritores (não incluindo os promotores) e a deliberação sobre a designação dos administradores (bem como dos titulares dos outros órgãos sociais) é aprovada pela maioria dos votos (subscritores e promotores). Se na segunda data não estiverem presentes ou representados pelo menos metade dos subscritores, as deliberações sobre a designação de administradores são tomadas por uma maioria de 2/3.⁷²

IV. O CSC permite ainda que a regra supletiva prevista no n.º 2 do artigo 386.º possa ser derogada por via de uma previsão estatutária que subordine a aprovação da deliberação eletiva de administradores a uma maioria mais exigente «*No contrato de sociedade pode estipular-se que a eleição dos administradores deve ser aprovada por votos correspondentes a determinada percentagem do capital (...)*» (cfr. 391.º, n.º 2, I parte). Por via desta fixação normativa, entramos no domínio da proteção das minorias, na medida que acionistas detentores de uma determinada participação social podem impedir que os nomes propostos pelos acionistas da maioria elejam as pessoas que figurem na lista por eles apresentada.

Depois, para além deste mecanismo de proteção de minorias, o legislador positivou outras técnicas que são igualmente importantes nas assembleias eletivas. O n.º 2 do artigo 391.º ainda consagra uma outra modalidade que permite a certos acionistas, detentores de ações privilegiadas, o direito de vetar até um terço da lista que faça vencimento na votação realizada pela maioria. O quadro fica completo com a possibilidade de os estatutos da sociedades anónimas preverem, ou, o mecanismo de eleição isolada consagrado pelo n.º 1 a 5 do artigo 392.º, ou, o pelo mecanismo de designação pelos vencidos previsto pelo n.º 6 e 7 do artigo 392.º. De referir, que nas sociedades abertas ao investimento público, os estatutos têm de prever pelo menos um dos mecanismos previstos pelo artigo 392.º, sob a cominação de se aplicar supletivamente o mecanismo de designação pelos vencidos.

3.4 Os acordos parassociais

I. Nas grandes sociedades, as assembleias gerais não passam de uma encenação levando a que alguns autores viessem ironicamente a designá-las como uma “*comédia bem*

(⁷²) Cfr. VENTURA, RAUL; *ob., cit.*, p. 517

*representada*⁷³. Na grande maioria das matérias sujeitas a deliberação pelos acionistas, o sentido de voto já se encontra previamente definido através de sindicatos de voto.

II. Esses sindicatos que incidem sobre o exercício de voto mais não passam de acordos parassociais com o objetivo de agrupar um certo número de acionistas com a finalidade de assegurar a uniformidade da sua atuação em assembleia geral (artigo 17.º, n.º 2 CSC) e que não beneficiam da mesma proteção do que os estatutos, isto é: enquanto que as deliberações são invalidas em relação aos estatutos, quanto aos acordos parassociais, as deliberações mesmo que contrárias, são validas (artigo 17.º, n.º 1 CSC). Os acordos parassociais permitem assim dar coerência ao funcionamento das sociedades, decorrem do princípio da liberdade contratual e produzem efeitos *unicamente obrigacionais* entre os sócios.⁷⁴

III. A criatividade das partes torna praticamente impossível enumerar todos os tipos de acordos parassociais⁷⁵, mas em matéria de funcionamento da administração e da fiscalização não podem versar sobre “*conduta de intervenientes ou de outras pessoas no exercício de*

(⁷³) Cfr. GARRIGUES, JOAQUÍN; *ob., cit., p. 147*

(⁷⁴) Por razões que não constam do texto não podemos aqui sufragar outros desenvolvimentos que se prendem com a execução específica, ou até mesmo com os acordos parassociais *omnilaterais*. A riqueza e complexidade desses temas merecem uma análise detalhada pelo que remetemos para as seguintes obras: Cfr. CORDEIRO, ANTONIO MENEZES; *ob., cit., p. 702 e ss.* Cfr. TRIGO, MARIA DA GRAÇA; *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto, Verbo, Lisboa, 1988, p. 152 e ss* e *Acordos Parassociais – Síntese das questões mais relevantes, (in), Problemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina, Coimbra, 2.ª reimpressão, 2008, p. 178.* Cfr. FRADA, MANUEL CARNEIRO DA; *Os Acordos Parassociais “Omnilaterais” – Um novo caso de «desconsideração da personalidade jurídica?»*, *Direito das Sociedades em Revista, nº2, 2009, p. 56.* Contudo, quanto à possibilidade de execução específica deixamos uma nota doutrinária, no sentido que MARIA DA GRAÇA TRIGO e ANA FILIPA LEAL têm se pronunciado pela possibilidade de execução específica, em oposição à *communis opinio doctorum* que sustenta apenas que os acordos parassociais apenas produzem efeitos obrigacionais. Destarte, segundo esta última opinião, em caso de violação, o remédio habitaria da responsabilidade civil. Cfr TRIGO, MARIA DA GRAÇA; *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto, Verbo, Lisboa, 1988, p. 220.* Cfr. LEAL, ANA FILIPA; *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português, (in), Revista do Direito das Sociedades, ano 2012, II, p. 145*

(⁷⁵) A heterogeneidade dos acordos parassociais levou a doutrina a admitir diversas classificações, distinguindo os acordos relativos a: exercício do direito de voto; relativos ao regime das participações sociais; relativos à organização da sociedade. Como veremos mais à frente, o acordo parassocial que incida sobre as regras especiais de eleição reveste uma categoria mista – reunindo as características do exercício de voto e funcionamento da sociedade. Cfr. CORDEIRO, ANTONIO MENEZES, *ob., cit., p. 704*

funções de administração ou de fiscalização.”. À partida a norma não impede a celebração de acordos parassociais com cláusulas respeitantes a parâmetros a respeitar pela administração ou fiscalização, o que está proibido são cláusulas que imponham aos referidos órgãos comportamentos concretos no exercício das suas funções. De outro lado, autores como RAUL VENTURA⁷⁶ e ANA FILIPA LEAL⁷⁷ evidenciam que os sindicatos de voto afetos a matérias relativas à administração e fiscalização das sociedades anónimas são lícitos desde que sujeitos à competência residual da assembleia geral em harmonia com a norma prevista no artigo 373.º, n.º 2 e 405.º, n.º 1 CSC. Na prática, verifica-se que os acionistas recorrem muitas vezes a acordos parassociais sob a modalidade de sindicato de voto para concertarem as suas posições sob a eleição de administradores. Não parece por isso, que possa haver qualquer vício que possa lesar a convenção de voto. Se os acionistas têm competências para eleger os gestores ao abrigo da disposição dos artigos 391.º e 425.º do CSC, também lhe será lícito combinar o seu sentido de voto em assembleia para nomear os administradores.

IV. Disto decorre, que nada impede que um determinado grupo de acionistas minoritários que represente 10% a 20% do capital social usar um acordo parassocial para constituir uma lista a apresentar para eleição isolada de administradores (cfr. artigo 392.º n.º 1 a 5 CSC) ou de um grupo que represente 10% do capital social vote vencido na eleição dos administradores (cfr. artigo 392.º n.º 6 e 7 CSC), se organize de forma autónoma em relação às reuniões sociais, com o intuito de vir a eleger um ou mais administradores que os represente no órgão de gestão (cfr. artigo 17.º, n.º 2 CSC), de igual forma, também pode ser constituído um grupo de acionistas minoritários que impeça que a maioria atinga uma maioria especial para designar administradores (cfr. artigo 391.º, n.º 2, I parte). Tem todo o interesse articular os acordos parassociais com a tutela das minorias⁷⁸. Repare-se, através de um acordo parassocial, uma determinada maioria de acionistas (ou maioria de facto) consegue exercer a sua influência

(⁷⁶) Cfr. VENTURA, RAUL; *Acordos de Voto; Algumas Questões depois do Código das Sociedades Comerciais, O Direito, ano 124.º, 1992, p. 521*

(⁷⁷) Cfr. LEAL, ANA FILIPA; *ob., cit., p. 150*

(⁷⁸) Admitindo expressamente que os acordos parassociais podem servir para que as minorias possam formar um núcleo de defesa Cfr. XAVIER, VASCO LOBO; *A Validade dos Sindicatos de Voto no Direito Português Constituído e Constituendo, (in), ROA, ano 49, 1985, III, p. 651*; Cfr. CORDEIRO, ANTONIO MENEZES; *Acordos Parassociais, (in), ROA, ano 61, 2001, I, p. 272*; TRIGO, MARIA DA GRAÇA; *Acordos Parassociais – Síntese das questões mais relevantes, (in), Problemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina, Coimbra, 2.ª reimpressão, 2008 p. 184*

dominante e decisiva na assembleia geral. Nada obsta, portanto, que um grupo de acionistas minoritários celebre um acordo parassocial, cujo o propósito sirva para tornar coeso e estável o seu poder para se fazer representar no órgão de administração. Por outro lado, a profissionalização da gestão social pode justificar um acordo parassocial celebrado entre acionistas minoritários para que previamente possa discutir e decidir sobre quem é a pessoa que melhor reúne as condições para ser administrador da sociedade visada.

V. Nas sociedades abertas ao capital público, os acordos parassociais que “*visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta*” devem ser divulgados ao mercado (artigo 19.º CVM). A titularidade de participações qualificadas de uma sociedade aberta tem importância para o mercado de capitais, nomeadamente naquilo que se coaduna com o poder de designação dos membros da administração. Os grupos de acionistas com participações sociais que estejam dentro dos parâmetros do artigo 16.º CVM devem divulgar essa informação à autoridade responsável pela supervisão do mercado. Se um grupo de acionistas, tiver intenção de designar um ou mais administradores através da regra especial de eleição prevista no artigo 392.º, o acordo de voto deve ser comunicado à entidade responsável. A relevância de comunicação do acordo parassocial justifica-se porque o grupo de acionistas minoritários pode influenciar a gestão da sociedade através do artigo 392.º⁷⁹, e por sua vez essa influência na gestão determina o preço dos valores mobiliários em mercado.

3.5 A comissão de nomeações⁸⁰

I. As comissões ou comités bem como a delegação de competências num órgão de administração apareceram nas sociedades cotadas no E.U.A. como técnica facilitadora da capacidade operativa da gestão social. A comissão de nomeações foi a que mais tarde surgiu, nascendo da preocupação que os acionistas tinham com o poder do *CEO* para eleger a sua equipa de administradores executivos. O *Corporate Director's Book* de 1976 da autoria da

(⁷⁹) Cfr. CÂMARA, PAULO; *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 3.ª edição. 2016

(⁸⁰) Para uma leitura mais completa do tema das comissões de nomeações Cfr. FERREIRA, MANUEL REQUICHA; *Comissões de Nomeações, A designação de Administradores*, (in), *Governance Lab*, 2015, p. 125 e ss.

American Bar Association, sobre as *Corporate Laws* descrevia este método como “*um canal potencialmente mais importante para a melhoria da Corporate Governance*”. Pela visão perspetiva pelo *Corporate Director’s Book* de 1976 o comité de nomeações oferecia um método mais eficaz e operacional na forma de acesso dos acionistas ao processo de nomeações, face ao direito de nomeação dos acionistas baseado no “*proxy contest*”.⁸¹

Por seu turno, JOSEPH HIMSEY da *American Law Institute*, em 1982, perspetivava que as comissões de nomeações como um “*screening mechanism*” comparável com o colégio eleitoral dos fundadores da nação da América. Ele defendia que o conceito de comissão de nomeações independente deveria dar uma resposta substantiva à falta de democraticidade dos acionistas, funcionando como veículo de participação acionista no processo de designação de administradores.^{82/83}

Contudo, as proclamações destas recomendações só passaram para a prática em 2003, com a aprovação do *Sarbanes-Oxley*, em que a NYSE, principal bolsa de Nova York, criou como condição para a admissão à negociação em mercado regulamentado a criação de uma comissão de nomeações composta por administradores independentes. Logo de seguida, a NASDAQ, principal bolsa norte-americana de empresas tecnológicas, seguiu a mesma via.

II. A nível europeu a comissão de nomeações foi tratada pela primeira vez através do relatório WINTER. O relatório, após abordar a importância da função de supervisão e controlo dos administradores não executivos ou dos membros do conselho geral e supervisão, afirma, entre outros temas relacionados com a independência dos administradores, que existe um conflito de interesses no caso da nomeação de administradores, pois efetivamente o objeto em que incide a nomeação, implica a manutenção do seu trabalho. Assim, o grupo de sábios que elaborou o relatório WINTER, concluiu que deveriam ser criadas comissões independentes, entre as quais uma comissão de nomeações. Com o culminar do relatório WINTER, a Comissão Europeia, a 15 de fevereiro de 2005, aprovou uma recomendação, onde aconselha no n.º 5, a criação de comissões de remunerações, de auditoria e de nomeações no seio do órgão de administração das sociedades abertas ao investimento público. Mais afirmando, no Anexo I, n.º

⁽⁸¹⁾ Cfr. MURPHY, MICHAEL; *The nominating process for corporate boards of directors: A decision-making analysis*, (in) *Berkeley Business Law Review*, vol. 5, n.º 2, 2008, p. 131

⁽⁸²⁾ Cfr. MURPHY, MICHAEL; *ob., cit.*, p. 122

⁽⁸³⁾ Cfr. FERREIRA, MANUEL REQUICHA; *ob., cit.*, p. 126

1.1, que a comissão de nomeações deveria ser composta por um número mínimo de 3 administradores independentes (ou 2 em casos excepcionais); devendo ser composto maioritariamente por administradores independentes (Anexo I, n.º 1.2); e que no âmbito das suas atribuições consultivas e de recomendações preparatórias deveria identificar e recomendar os candidatos para o preenchimento de vagas que surjam no órgão de administração (Recomendação n.º 6.1) e examinar a política do conselho em matéria de seleção e nomeação dos quadros superiores (Anexo 2.2).⁸⁴

III. As comissões de nomeações em Portugal são uma realidade muito recente, e têm conquistado paulatinamente a simpatia das grandes empresas cotadas no PSI-20. A abordagem deste tema em geral, não se insere no objeto deste trabalho. O que pretendemos com a exposição da comissão de nomeações, prende-se fundamentalmente com a sua finalidade em proteger os acionistas minoritários e assessora-los na seleção das pessoas mais adequadas para a desempenhar a função de administrador.⁸⁵

IV. O papel desempenhado pelas comissões de nomeações é muitas vezes secundarizado sobre o pretexto de que são os acionistas que melhor sabem selecionar os administradores que devem dirigir a empresa. Contudo, a realidade é bem mais complexa. As empresas abertas à subscrição pública de capitais beneficiam do investimento realizado por uma pluralidade de investidores que adquirem uma posição na sociedade. Ora, estes investidores mesmo adquirindo uma participação qualificada, não tem grande poder decisório na seleção de administradores. Nos países anglo-saxónicos, em que o capital está mais disperso que os mercados de capitais do que os países do continente europeu, o processo é liderado pelos administradores que procuram que a eleição seja ratificada pelos acionistas através de *proxies*. Nos países do continente europeu, em que a estrutura acionista está concentrada, a designação de administradores é controlada pelos acionistas da maioria. Neste último caso, os interesses dos investidores como acionistas minoritários, não está devidamente tutelado, por imposição da força dos acionistas da maioria. O mesmo se diga do mercado e público, que exigem uma gestão transparente e competente na qual se investem os capitais captados junto do público.

⁽⁸⁴⁾ Cfr. FERREIRA, MANUEL REQUICHA; *ob., cit.*, p 128

⁽⁸⁵⁾ Cfr. FERREIRA, MANUEL REQUICHA; *ob., cit.*, p 138

V. Em Portugal, muitas das empresas que não seguem neste aspeto o código de governo das sociedades, justificando no relatório anual do governo das sociedades, que a designação de administradores é uma competência que invariavelmente está sob o jugo dos acionistas. Considera-se para além do mais, que a circunstância de o processo de seleção ser feito através deste órgão, torna-o mais transparente, pois todos os acionistas podem participar sem interferências na eleição dos administradores executivos e não-executivos da sociedade. Este argumento, á algo controverso, pois umas das finalidades que as comissões de nomeações visam evitar, é que os membros do órgão de administração sejam designados exclusivamente pelos acionistas de domínio; de modo a que não surjam eventuais abusos que os acionistas da maioria possam praticar face aos acionistas minoritários,⁸⁶

⁽⁸⁶⁾ Cfr. FERREIRA, MANUEL REQUICHA; *ob., cit.*, p 152

CAPÍTULO III

O EFEITO NEGATIVO E O EFEITO POSITIVO DA DESIGNAÇÃO DE ADMINISTRADORES PELOS MINORITÁRIOS

§ 4 A designação de administradores por acionistas minoritários

I. O CSC prevê um grupo de normas que definem regras do processo eleitoral dos membros para o órgão de administração,⁸⁷ verificando-se nesta sede um especial aceno para a proteção das minorias. Nas sociedades fechadas estas regras são facultativa, e se os estatutos nada disserem, as normas que tutelam o direito de designar administradores pelos acionistas minoritários não tem aplicação. Já nas sociedades anónimas de capital aberto, concessionárias do Estado ou outra entidade a ela equiparada por Lei, o legislador entendeu que o silêncio estatutário não derroga a possibilidade de os minoritários se poderem fazer representar no órgão de administração⁸⁸, aplicando-se subsidiariamente o mecanismo de eleição dos vencidos (n.º 8

⁽⁸⁷⁾ Cfr. *Supra*, 3.3, § 3, *cap. II*, p 39-41

⁽⁸⁸⁾ Optamos por utilizar a expressão *órgão de administração* como locução para abranger o modelo clássico, anglo-saxónico e germânico, evitando-se deste modo confusões de terminologia entre as três modalidades previstas pelo artigo 278.º do CSC, que quanto ao órgão de administração apresenta denominações diferentes. Como ponto de partida, temos que ter como base de referência o conselho de administração que se assume como órgão de gestão nas sociedades que adotem o modelo de administração clássico (cfr. 278.º, n.º 1 al. a) e o modelo de administração monista (cfr. 278, n.º 1 al. b). Quanto ao modelo clássico não se levanta nenhum problema na concretização do direito a designar administradores pelos minoritários, porque o *órgão de fiscalização – Conselho Fiscal* cfr. 413.º a 423.º-A – repousa sobre um órgão social autónomo face ao conselho de administração. O problema pode colocar-se na *Comissão de Auditoria* (Cfr. 423.º- B a 423.º- H) - órgão de fiscalização do modelo de administração monista - na medida que a eleição para a comissão de auditoria é realizada em conjunto com o Conselho de Administração (Cfr. 423.º -C, n.º 1). Alguns autores têm levantados dúvidas sobre se os administradores a eleger segundo as regras especiais de eleição são administradores não executivos que vão ocupar o lugar de membros na comissão de auditoria, ou, são administradores executivos do conselho de administração. Não havendo solução legal para esta questão poderia perguntar-se se é indiferente que os últimos administradores que figurem na lista da maioria sejam administradores executivos, ou, administradores não executivos, ficando ao critério e conveniência da maioria, escolher se os minoritários vão indigitar um membro para a comissão de

do 392.º). Do mesmo modo, o legislador entendeu que, independentemente de ser uma sociedade anónima fechada ou aberta, não poderiam ser atribuídas a certas categorias de ações o direito de designar administradores (II parte do n.º 2 do artigo 391.º).

A Lei vigente quanto ao direito de designar administradores pelos acionistas minoritários, dispõe injuntivamente duas normas: uma que impõe que seja estatutariamente previsto um dos mecanismos previstos pelo artigo 392.º nas sociedades abertas ou do sob alçada do Estado, sob pena de se aplicar subsidiariamente o mecanismo de eleição pelos vencidos; e uma segunda, que proíbe a atribuição a certas categorias de ações o direito de alguns acionistas poderem designar administradores (II parte do n.º 2 do artigo 391.º).

II. As regras especiais de eleição que preenchem a epígrafe do artigo 392.º ocupam um papel vital nesta tese, quer por não deixarem quaisquer dúvidas que defendem o direito de designar administradores pelas minorias, quer por concessionarem às sociedades abertas ao capital público e às sociedades participadas pelo Estado ou entidades equiparadas a esta por lei, a obrigatoriedade de designar administradores pelos acionistas minoritários

auditoria ou um administrador executivo. A lacuna deve ser integrada com base numa interpretação analógica da representação minoritária para o Conselho Geral e Supervisão do modelo germânico segundo o artigo 392.º *ex vi* 435.º n.º 3, dado que o legislador não estabeleceu nenhuma disposição legal que se enlace com o desenho do modelo monista. Para resolver esta questão, teremos de considerar que atentando à unidade do direito das sociedades comerciais o legislador quis que os minoritários tivessem assegurado um lugar na comissão de auditoria, uma vez que é a posição que melhor defende os interesses dos minoritários. Disto decorre, que independentemente de se tratarem de administradores não executivos ou administradores executivos, a figurarem nos últimos lugares da lista da maioria, serão sempre os administradores não executivos, como membros da comissão de auditoria, que serão susceptíveis de serem substituídos pelos nomes indicados pelos minoritários. (Cfr. ARAÚJO, LUÍS FILIPE DE; *Comissão de Auditoria: regras especiais de eleição e substituição de administradores (falta definitiva e cooptação)*, *Direito das Sociedades em Revista, II Congresso, 2012, p.* e Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, reimpressão da 5.ª edição, 2016 p. 521*)

Já o modelo de administração germânico (cfr. 278.º, n.º 1, al. b), caracteriza-se por ter uma estrutura dualista, repartindo os poderes administrativos pelo Conselho Geral e Supervisão – *Aufsichtsrat* – (Cfr. 434.º a 445.º) e pelo *Conselho de Administração Executivo – Vorstand* – (Cfr. 424.º a 433.º) sendo que é a este último a quem cabe a gestão corrente da sociedade. O 435.º, n.º 3 prevê a aplicação das regras especiais de eleição (cfr. 392.º) para a eleição de membros para o Conselho Geral e Supervisão (cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração, (in), O Direito, ano 136, 2004, IV, p. 721*

O regime do artigo 392.º prevê duas regras diferentes para os acionistas minoritários poderem eleger pessoas para o órgão de administração: (1) o *mecanismo de eleição isolada* previsto no n.º 1 a 5 do referido artigo; (2) e o *mecanismo de designação pela minoria vencida* que tem previsão no n.º 6 e 7.

III. De outro lado, uma minoria de acionistas pode bloquear a eleição maioritária de administradores para o órgão de gestão através de outras regras especiais, atendendo que o n.º 2 do artigo 391.º consagra duas regras de eleição reforçada: (1) uma primeira que se reporta à eleição de administradores subordinada a uma *maioria especial*; (2) e uma segunda regra que investe *certas categorias de ações com o poder de vetar a eleição de parte dos membros do órgão de administração*, desde que nunca exceda um terço.

IV. Na Alemanha, LEHMANN⁸⁹, adotou uma distinção entre as faculdades minoritárias, segregando aquilo que entende serem direitos de efeito positivo dos sócios minoritários, (*unmittelbar aktiven einwirkungsrechte*) e direitos de efeito negativo de minoria (*sperminoritatsrechte*). Estas duas faculdades, com origem em criação doutrinária, acabam por ser absorvidas pelo nosso ordenamento vigente, concretizadas normativamente pelas regras de eleição reforçada e pelas regras especiais de eleição.

Enquanto, ao abrigo do artigo 392.º, os acionistas minoritários dispõem de um direito de minoria qualificada para exercer uma faculdade que os leva a designar, um ou mais administradores, que os represente no órgão de administração (*unmittelbar aktiven einwirkungsrechte*), no caso do n.º 2 do artigo 391.º os acionistas dispõem de uma faculdade de bloqueio que pode impedir os efeitos pretendidos pela maioria (*Sperminoritatsrechte*).

Porquanto, se no caso dos direitos positivos de minoria os acionistas podem eleger para o órgão de administração diretamente um gestor, a minoria de bloqueio visa primordialmente um efeito inverso, colocando a maioria na posição de ter de negociar uma lista que faça vencimento na assembleia.

Em suma, podemos desde já adiantar que os acionistas minoritários podem defender o seu direito a ter um lugar no órgão de administração através das regras de eleição reforçadas reguladas pelo n.º 2 do artigo 391.º e das regras especiais de eleição previstas no artigo 392.º. Bebemos, portanto, da mesma convicção de alguma doutrina nacional, que tem vindo a

(⁸⁹) JAVIER JUSTE MENCIA citando o autor Alemão LEHMANN Cfr. MENCIA, JAVIER JUSTE; *Los "derechos de minoría" en la sociedad anónima*, Vol. 3 de *Revista de derecho de sociedades*, Arnazdi, 1995, p. 45

defender que o n.º 2 do artigo 391.º encerra um direito de representação dos minoritários à administração.⁹⁰

§ 5 O efeito negativo das Regras de Eleição Reforçada – n.º 2 do artigo 391.º

5.1 Enquadramento genérico

I. O n.º 2 do artigo 391.º visa primordialmente que a maioria e a minoria a negociem um acordo⁹¹ de modo que o órgão de administração represente uma maior diversidade de acionistas. Tanto a *maioria especial* prevista na I parte do n.º 2 do artigo 391.º, como o *direito de veto conferido a certa categoria ações* disposto na II parte do n.º 2 do artigo 391.º, impedem que os administradores sejam eleitos sem o assentimento dos minoritários, em certo número (maioria especial), ou em certas pessoas (direito de veto conferido a certa categoria ações). Ao contrário das regras especiais de eleição que visam que os minoritários indigitem diretamente administradores num sufrágio distinto da votação da maioria; as regras de eleição reforçada impõem um acordo, conducente à globalidade ou parcialidade dos membros do órgão de administração, celebrado entre os blocos da maioria e da minoria, de modo a apresentarem uma lista homogénea de administradores que faça vencimento na assembleia eletiva.

⁽⁹⁰⁾ Referindo-se expressamente ao efeito negativo no n.º 2 do artigo 391.º Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão da edição de 1992, p. 518; Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO, *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração*, (in), *O Direito*, ano 136, 2004, IV, p. 721; Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I*, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º, 2013, p. 471 Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2.ª ed.º, 2010, p. 80.

BRITO CORREIA e MENEZES CORDEIRO apesar de não referirem expressamente o efeito positivo e o efeito negativo dos acionistas minoritários como fim do direito para elegerem administradores, entendem que o n.º 2 do artigo 391.º tutela as minorias à gestão. Cfr. CORREIA, LUÍS BRITO; *Os Administradores das Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1993, p 451 a 453. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial –*, Almedina, Coimbra, 3.ª ed., 2014, p 784 e ss.

⁽⁹¹⁾ Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE *ob., cit.*, p. 471

II. A I parte do n.º 2 do artigo 391.º permite que a eleição de administradores seja aprovada por votos correspondentes a determinada percentagem do capital social, consubstanciada numa especial exigência de quórum deliberativo. Desta forma, os minoritários, que reúnam certa percentagem de votos de assembleia eletiva, têm a faculdade de bloquear a designação de administradores⁹².

III. O CSC, permite também que a eleição de alguns administradores, em número não superior a um terço do total, deva ser também aprovada pela maioria dos votos conferidos a certas ações. Trata-se de um direito especial (n.º 4 do artigo 24.º) atribuído a certas categorias de ações que pode vetar até um terço dos administradores eleitos pelos acionistas da maioria (II parte do n.º 2 do artigo 391.º). O objetivo nesta sede legal, foi o de assegurar a alguns minoritários titulares de ações privilegiadas a faculdade de poder influenciar o processo eleitoral da nomeação de administradores.⁹³

IV. Como já referimos acima, tanto na situação da regra da *maioria especial* como no *direito de veto conferido a certa categoria ações*, o propósito das regras de eleição reforçadas, não é o de designar diretamente e autonomamente administradores para órgão de administração. Estas regras têm como fim o de negociar um acordo com diferentes blocos de acionistas, de modo que os minoritários possam ser representados no órgão de administração, através de uma lista comum de administradores negociada com a maioria.

Iremos de seguida, analisar detalhadamente cada uma das regras de eleição reforçadas.

5.2 A maioria especial da I parte do n.º 2 do artigo 391.º - *pressupostos, processo eleitoral e efeitos.*

I. A regra geral sobre a designação dos administradores mora no artigo 386.º, n.º 2 definindo o processo eleitoral dos administradores como um sistema de listas unitárias, em que a eleição é feita pelos acionistas através de maioria simples.⁹⁴ Isto é, em princípio a eleição dos

(⁹²) Cfr. CORREIA, LUÍS BRITO; *ob., cit., p. 451*

(⁹³) Cfr. CORREIA, LUÍS BRITO; *ob., cit., p. 452*

(⁹⁴) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado, (cord.) Menezes Cordeiro, anotação ao artigo 391.º, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2014, p. 675*

administradores não está sujeita a exigências especiais de quórum, quer constitutivo quer deliberativo.^{95/96}

Contudo, esta regra pode ser derogada por contrato de sociedade, conforme vem disposto na I parte, do n.º 2, do artigo 391.º, constituindo-se uma regra de bloqueio que subordine o sufrágio dos administradores a uma maioria de votos correspondentes a «*certa percentagem do capital*»: normalmente, metade, de modo a atingir a maioria absoluta.^{97/98}

II. Esta primeira faculdade tem como pressuposto, a aposição de uma maioria especial para a aprovação da designação dos administradores, visando dar resposta aos interesses das minorias, que assim se podem ver representadas no órgão de administração. No fundo, esta disposição permite que através dos estatutos seja incluída uma cláusula que contemple uma maioria que pode assumir várias modalidades: maioria qualificada, maioria absoluta ou maioria relativa não inferior a certa percentagem de capital, colocando os acionistas da maioria na contingência de negociar com o bloco minoritário uma lista de candidatos que faça vencimento na assembleia eletiva e que integre administradores da confiança dos minoritários.

Uma das razões da norma tem o objetivo de afastar situações de “*vazio de poder*” que estão inerentes à regra de genérica das deliberações eletivas, se traduz na lista que conseguir o maior número de votos (cfr. 386.º, n.º 2). Isto é, a ausência de quórum constitutivo e deliberativo pode permitir que os membros do órgão de gestão sejam eleitos por uma parcela pouco expressiva do capital social votante. Sem a estatuição de uma maioria especial (I parte do n.º 2 do artigo 391.º), um pequeno grupo de acionistas, ou até mesmo um acionista isolado, se titular de capital social suficiente, poderia validamente eleger a totalidade dos administradores para o órgão de gestão.⁹⁹ PEDRO MAIA¹⁰⁰, apresenta o exemplo em que apenas dois acionistas na assembleia geral, um com 7% e outro com 6%, deliberam a eleição para o órgão de administração. O acionista detentor de 7% poderia sozinho eleger a globalidade do órgão de gestão. A fixação normativa do artigo 386.º, n.º 2 não será certamente a solução ideal, podendo

(⁹⁵) Cfr. SERENS, MANUEL NOGUEIRA; *Notas sobre a sociedade anónima, Studia Iuridica, Coimbra Editora, Coimbra, 1997, p. 67*

(⁹⁶) Cfr. *Supra*, 3.3, § 3, cap. II, p 39-41

(⁹⁷) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *ob., cit., p. 678*

(⁹⁸) Cfr. *Supra*, 3.3, § 3, cap. II, p 39-41

(⁹⁹) Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit., p. 437*

(¹⁰⁰) Cfr. MAIA, PEDRO; *ob. cit., p. 310*

até constituir situações de abuso de minoria, por parte de um grupo de acionistas mais diligente e pró-ativo nas assembleias gerais.¹⁰¹

III. Porém, alguma doutrina,¹⁰² tem por outro lado, chamado a atenção para o paradoxo da I parte do n.º 2 do artigo 391.º, que pode criar situações contrárias ao desejável, tendo em consideração a elevada amplitude e elasticidade que o âmbito da norma comporta.

Destarte, a previsão contida na I parte, n.º 2, do artigo 391.º dever ser interpretada restritivamente¹⁰³, de maneira a não desvirtuar o elemento teleológico que o legislador quis tutelar: *o de permitir que uma maior diversidade de acionistas possa ver-se representada no órgão de administração*. Daí, a possibilidade de por inclusão estatutária, subordinar a deliberação eletiva de administradores a uma maioria mais exigente.

Nesta lógica de raciocínio, e atendendo ao elemento teleológico, seria insustentável a aposição de uma cláusula estatutária que exija, por exemplo, a unanimidade para a aprovação de uma lista de membros para o órgão de administração. Portanto, a I parte, do n.º 2, do artigo 391.º, deve ter o seu campo de aplicação reduzido a situações em que, *v.g.*, o sufrágio dos administradores corresponde à aprovação por uma maioria de votos representativa de metade ou, *in limine*, dois terços do capital social votante.

IV. Já quanto ao processo eleitoral, a maioria especial traduz-se uma aposição estatutária que subordina os efeitos da designação de administradores a uma maioria mais exigente. Assim, os benefícios que esta regra pode trazer aos minoritários têm que ver com a circunstância de os acionistas da maioria não poderem aprovar a própria lista de administradores sem os votos do bloco minoritário.

⁽¹⁰¹⁾ Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit.*, p. 439

⁽¹⁰²⁾ Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Quórum de Constituição e Maiorias Deliberativas* -, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 437. Cfr. MAIA, PEDRO; *Função e o Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, *STVDIA IVRIDICA*, 62, BFDC, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 240

⁽¹⁰³⁾ A interpretação restritiva implica que quem esteja a descodificar a Lei, reduza o campo de aplicação da norma, dado que o legislador não se exprimiu por meio da letra da Lei em harmonia com o seu pensamento. Nesta medida, tendo em consideração que o legislador *disse mais do que aquilo que devia* o intérprete não se deve conduzir pelo elemento literal da Lei, devendo com efeito restringir o texto a termos compatíveis com o seu pensamento. Cfr. MACHADO, JOÃO BATISTA; *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, 2.ª reimp., Coimbra, p. 186

Disto decorre, que o processo eleitoral que está em curso, corre no momento da votação geral dos administradores,¹⁰⁴ devendo-se a este motivo, a razão pela qual o legislador terá optado por prever em disposições diferentes, a regra da maioria especial (cfr. do 391.º, n.º 2, I parte) e as regras especiais de eleição (392.º). Permite-se assim, que na votação geral, a lista de administradores proposta pela maioria, possa ser alterada, de modo que sejam indigitados nomes de administradores que tenham a fidúcia dos minoritários.

Sob outra perspetiva havendo duas listas a concorrer, e nenhuma delas consiga a maioria especial, será normal que os dois blocos negoceiem os nomes dos candidatos que venham a compor a lista final. Contudo, se houver só uma lista a concorrer que não consiga obter a maioria especial pode-se perguntar como serão indigitados os administradores da minoria, pois a apresentação candidatos a administradores na própria assembleia pode constituir um fator surpresa para os maioritários que não conhecem o currículo e os nomes dos concorrentes. A assembleia geral poderá deliberar um intervalo da reunião ou até a suspensão da mesma (n.º 1 e 2 do artigo 387.º), para que os acionistas da maioria possam informar-se sobre os nomes, currículos, perfis e idoneidade dos candidatos propostos pelos minoritários. Por último, havendo mais de duas listas, isso poderá exigir uma eleição em duas voltas.

A - O efeito negativo da regra da maioria especial da I parte do n.º 2 do artigo 391.º

I. Temos a convicção que o intérprete-aplicador do direito não deve fazer uma *summa divisio* entre as regras especiais de eleição (que produzem um efeito positivo) e as regras de eleição reforçada (que produzem um efeito negativo), é que como demonstra LEHMANN o direito negativo de minoria produz um efeito indireto no interesse dos acionistas minoritários em elegerem algum membro para o órgão de administração,¹⁰⁵ uma vez que por força do impedimento da aprovação da lista da maioria, não decorre automaticamente a designação de administradores pelos acionistas da minoria. O indigitamento de administradores da confiança das minorias, está dependente de um acordo de vontades com a maioria. Será correto dizer, à luz do pensamento de LEHMANN, que o efeito negativo é um meio para atingir um fim.

⁽¹⁰⁴⁾ Não tem que ser sempre assim, como mais à frente veremos os estatutos da GALP prevêm nos estatutos a tramitação ocorra à margem da votação geral de administradores.

⁽¹⁰⁵⁾ JUSTE MENCIA, parafraseando LEHMANN, parece aderir à tese do autor. Cfr. MENCIA, JAVIER JUSTE; *ob., cit., p. 47*

Sendo pacífico a possibilidade de a I parte do n.º 2 do artigo 391.º poder contribuir para a construção de uma lista de administradores que seja comum entre o bloco da maioria e o bloco minoritário, devemos admitir que a sociedade pode ficar refém de um putativo acordo que pode nunca chegar a existir, ficando a mesma condenada à nomeação judicial prevista pelo artigo 394.º. Para evitar este impasse, achamos que é útil que a regra da maioria especial possa ser acumulada com o mecanismo de designação dos vencidos previsto pelas regras especiais de eleição (cfr. artigo 392.º n.º 6 e 7), gerando uma modalidade híbrida de designação de administradores.

II. Contudo, sempre que se acumular a regra da maioria especial com o mecanismo de designação pelos vencidos temos que ter em consideração alguns aspetos.

a) Em primeiro lugar, estamos a falar de regras de eleição que se acham no processo eleitoral em momentos diferentes. O legislador previu assim que o mecanismo de designação dos vencidos fosse tramitado num processo autónomo face à votação geral, e que a minoria de bloqueio funcionasse plenamente dentro do raio de ação da votação geral. Deste modo, como a regra de maioria especial e o mecanismo de designação pelos vencidos, operam disjuntamente no processo eleitoral, vemos aqui um primeiro motivo para que as duas regras possam ser cumuláveis no contrato de sociedade.

b) Em segundo lugar, a cumulação das duas regras especiais é inoperável se houver uma restrição do âmbito do n.º 8 do artigo 392.º, *v.g.*, é inválida a cláusula estatutária, de uma sociedade aberta, que preveja que o bloco minoritário que tenha votado contra a proposta da maioria, só possa indigitar administradores pelo método de designação dos vencidos, se os acionistas da maioria não tenham obtido uma maioria de 55% na votação geral. Assim, deparamo-nos perante um agravamento na execução do mecanismo de designação pelos vencidos, através do aditamento de mais um pressuposto legal. A inserção de uma maioria especial para a execução do mecanismo de designação pelos vencidos nas sociedades abertas, à luz do nosso ordenamento constitui uma restrição incompreensível e sujeita à anulabilidade.

c) Finalmente, pode ajudar a amenizar situações de tensão entre os diferentes grupos de acionistas. Conjuguar a regra da maioria especial com o mecanismo de designação pelos vencidos, pode resolver um problema sem chave. Pois na contingência, de a minoria bloquear a deliberação da maioria a assembleia geral pode ficar num impasse se não houver entendimento entre as diferentes fações.

III. Nas grandes sociedades com capital pulverizado pelo mercado público, a grande vantagem de misturar a I parte, do n.º 2, do artigo 391.º com o artigo 392.º, permite estimular os acionistas a constituírem uma *obra de engenharia eleitoral*, por forma a captar investidores, que mais facilmente entram na estrutura acionista, se virem majoradas as suas possibilidades de intervir na gestão e na *governance* da sociedade,

Tomemos por exemplo o contrato de sociedade da GALP ENERGIA, S.G.P.S., S.A., em que, de todas as sociedades cotadas no PSI-20, é a única que apresenta um esquema mais arrojado de proteção das minorias no acesso à gestão.

A alínea g) do n.º 2 do artigo 14.º dos estatutos da GALP¹⁰⁶ prevê, que posteriormente à eleição dos administradores pelo mecanismo de eleição isolada e depois da votação geral, uma

⁽¹⁰⁶⁾ Para facilidade de consulta, transcreve-se o artigo dos estatutos da GALP que preveem a designação de administradores pelas minorias:

CAPÍTULO V

Do Conselho de Administração e da Comissão Executiva

Artigo 14º Composição

1. O conselho de administração é composto por dezanove a vinte e três administradores.
2. Na eleição do conselho de administração será observado o seguinte procedimento:
 - a) Os accionistas que, por si ou agrupados com outros para o efeito, sejam titulares de participação no capital social com direito de voto de, no mínimo, 10% e, no máximo, 20%, podem apresentar propostas para eleição de um dos administradores a eleger;
 - b) À eleição do administrador nos termos da alínea anterior serão aplicáveis os números 2 a 5 e o número 10 do artigo 392º do Código das Sociedades Comerciais na redacção actualmente vigente;
 - c) Na eleição isolada referida nas alíneas anteriores, não participarão accionistas que, individualmente ou agrupados para o efeito, detenham, em conjunto, menos de 10% ou mais de 20% do capital social com direito de voto da sociedade;
 - d) Na falta de apresentação de qualquer lista nos termos das alíneas anteriores, ou concluído o procedimento ao abrigo das mesmas alíneas, passar-se-á à eleição dos demais administradores, incluindo o Presidente do Conselho de Administração, não podendo participar nesta eleição os accionistas que tenham votado favoravelmente a proposta de eleição de um administrador ao abrigo das alíneas a) a c) anteriores que haja obtido vencimento;
 - e) A eleição dos demais administradores, incluindo o Presidente do Conselho de Administração, será feita mediante votação das listas que venham a ser apresentadas para o efeito, sendo considerada aprovada a proposta que obtiver o maior número de votos a favor;

fação de acionistas minoritários possa realizar novo sufrágio para eleger administradores, desde que: (i) o procedimento eleitoral das regras gerais não tenha obtido uma maioria especial de 55% dos votos emitidos que correspondam a 40% do capital social; (ii) que os acionistas minoritários detenham uma posição que corresponda a pelo menos 25% do capital social; (iii) e que os mesmos não tenham votado a favor da lista de administradores da maioria.¹⁰⁷

f) Caso a proposta aprovada inclua o número máximo de administradores admitido no número 1, e tenha sido eleito um administrador ao abrigo das alíneas a) a c) anteriores, o administrador assim eleito substituirá a pessoa que figure em 13º lugar da proposta que haja obtido vencimento nos termos da alínea e); caso a proposta aprovada não inclua o número máximo de administradores admitido no número 1, o administrador eleito ao abrigo das alíneas a) a c) anteriores acrescerá ao número de administradores eleitos nos termos da alínea e);

g) Caso a proposta que haja obtido vencimento para a eleição dos administradores nos termos da alínea e) não tenha recolhido uma maioria de cinquenta e cinco por cento dos votos emitidos, e votos correspondentes a, pelo menos, quarenta por cento do capital social com direito a voto, os accionistas que (i) podendo participar nesta eleição, nos termos da parte final da alínea d) deste número, tenham votado contra aquela proposta ou tenham votado a favor de proposta que não haja feito vencimento nesta eleição, e que (ii) detenham, por si ou agrupados para o efeito, pelo menos vinte e cinco por cento do capital social com direito de voto, podem apresentar e votar propostas, elegendo entre si um número correspondente a um terço dos administradores já eleitos ao abrigo das alínea a) e e) anteriores;

h) Caso o número total de administradores eleitos não seja divisível por três, o número de administradores a eleger nos termos da parte final da alínea anterior será arredondado para o número inteiro imediatamente superior;

i) Os administradores eleitos ao abrigo da alínea g) substituirão automaticamente aqueles que figurarem nos últimos lugares da lista aprovada nos termos da alínea e).

3. A deliberação de destituição sem justa causa dos administradores que tenham sido eleitos ao abrigo das alíneas a) a c) e g) do número 2 não produz efeitos se contra ela tiverem votado accionistas que representem, respectivamente, 20% do capital social, no caso do administrador eleito ao abrigo das alíneas a) a c), e, pelo menos, 25% do capital social, no caso dos administradores eleitos ao abrigo da alínea g).

4. À aprovação das deliberações de ratificação da cooptação de administradores em substituição dos eleitos ao abrigo das alíneas a) a c) e g) do número 2, ou de eleição de administradores em substituição dos eleitos ao abrigo das mesmas alíneas por falta definitiva dos mesmos, aplica-se, com as necessárias adaptações, o disposto nas alíneas. a) a c) ou g) do número 2, conforme o caso.

⁽¹⁰⁷⁾ Pode ler-se no Relatório de Governo Societário da GALP, S.G.P.S., S.A. de 2015 “*De acordo com os Estatutos da Sociedade, se a proposta para a eleição de administradores (com exceção do administrador a eleger por acionistas minoritários que, por si ou agrupados com outros para o efeito, sejam titulares de participação no capital social com direito de voto de, no mínimo, 10% e, no máximo, 20%, nos termos acima indicados) não for*

Temos a convicção que os autores dos estatutos tomaram em linha de conta a I parte do n.º 2 do artigo 391.º, designadamente no que toca à parte da al. g) do n.º 2 do artigo 14.º dos estatutos que determina uma percentagem de capital agravada: «(...) *maioria de cinquenta e cinco por cento dos votos emitidos, e votos correspondentes a, pelo menos, quarenta por cento do capital social com direito a voto(...)*».

Este efeito negativo, é depois concretizado com outros requisitos que devem ser observados pelos minoritários, para que possam propor nomes para a administração. Somos levados a crer que os autores destes estatutos foram inspirar-se no mecanismo de eleição pelos vencidos quando dizem que os acionistas têm de deter pelo menos 25% do capital social para designar administradores até um terço do conselho de administração, e ter votado contra a proposta que fez vencimento na eleição geral.

Cumpramos também alertar, que os estatutos da GALP nunca restringem o âmbito de aplicação do n.º 8 do artigo 392.º,¹⁰⁸ porquanto antes consagram a votação geral e esta modalidade híbrida de designação, preveem o mecanismo de eleição isolada.

aprovada por uma maioria de 55% dos votos emitidos, que correspondam, pelo menos, a 40% do capital social com direito a voto, os acionistas que, (i) podendo participar nesta eleição (por não terem votado na eleição do administrador a designar por acionistas minoritários), (ii) tenham votado contra aquela proposta ou tenham votado a favor de proposta que não tenha obtido vencimento, e que (iii) detenham, por si ou agrupados para o efeito, ações representativas de, pelo menos, 25% do capital social com direito de voto, podem apresentar e votar propostas, elegendo entre si um número correspondente a um terço dos administradores eleitos (com exceção do administrador a eleger por acionistas minoritários que, por si ou agrupados com outros para o efeito, sejam titulares de participação no capital social com direito de voto de, no mínimo, 10% e, no máximo, 20%, nos termos acima indicados). Caso o número total de administradores eleitos não seja divisível por três, o número de administradores a eleger será arredondado para o número inteiro imediatamente superior. Os administradores eleitos ao abrigo deste procedimento substituem automaticamente aqueles que ficaram nos últimos lugares da lista inicialmente aprovada. Nos termos legais aplicáveis, caso os administradores designados tenham contrato de trabalho em vigor com a Sociedade para a qual foi designado ou com sociedade em relação de domínio ou de grupo com esta, aquele extingue-se se tiver sido celebrado há menos de um ano, ou suspende-se caso tenha durado mais do que um ano.” (in) <http://www.galpennergia.com/PT/investidor/Relatorios-eresultados/relatorios-anuais/Documents/RelatorioGover no2015.pdf>

⁽¹⁰⁸⁾ Como mais á frente veremos, defendemos que o mecanismo de eleição dos vencidos pode alterar o requisito mínimo de 10% representativo do capital social, desde que esteja respeitada a imperatividade do n.º 8 do artigo 392.º. Como a GALP prevê nos estatutos o mecanismo de eleição isolada, defendemos que fica aberta a porta

5.3 O direito de veto conferido a certas categorias ações da II parte do n.º 2 do artigo 391.º - *pressupostos, processo eleitoral e efeitos.*

I. Nas sociedades anónimas os direitos especiais têm de ser atribuídos a ações (cfr. artigo 24.º, n.º 4) que assumem a forma de categorias especiais face às ações ordinárias. Essas ações exprimem a participação social dos acionistas, que em determinadas circunstâncias, apresentam vantagens aos direitos que possam resultar das ações ordinárias.^{109/110} Daí, serem designadas por *Ações Privilegiadas*.

Estas ações privilegiadas, podem, quanto à sua espécie, revestir diversas classificações.¹¹¹ Para o objeto do nosso estudo cumpre apenas saber que o direito previsto na II parte do n.º 2 do artigo 391.º tutela o direito de designar administradores e por essa razão assume-se como uma ação privilegiada sem conteúdo patrimonial, dado que não está em jogo a disposição de património que possa tomar contacto com a posição social dos acionistas.

II. O direito conferido pela II parte, do n.º 2, do artigo 391.º visa atribuir a certos acionistas, com certas particularidades, o direito de vetar em número não superior a um terço do total do órgão de gestão, os administradores designados pela maioria. Contudo, os acionistas não podem criar ações privilegiadas que sejam proibidas pelo CSC. Veja-se a título de exemplo proibição de ações privilegiadas que atribuam a alguns acionistas o voto plural (cfr. artigo 384.º, n.º 5) ou o caso do nosso tema: *o direito de veto conferido a certa categoria de ações (cfr. artigo 391.º, n.º 2, II parte)*.

Mas *à contrario*, pode-se inferir desta última disposição a possibilidade do contrato de sociedade prever um direito especial de veto até um terço do número global de administradores.

para os autores dos estatutos poderem aumentar o mínimo de 10% representativo de capital social no mecanismo de designação pelos vencidos. Cfr. *Infra*, 6.3, § 6, *Cap. III p. 85-91*

⁽¹⁰⁹⁾ Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *Os Direitos Especiais Nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 215

⁽¹¹⁰⁾ Nas palavras de MANUEL DE ANDRADE, direitos gerais tratam-se daqueles «*que são os mesmos para todos, salvas as diferenças quantitativas em correlação com a desigualdade do contributo de cada um, para o património da associação*» Cfr. ANDRADE, MANUEL DE; *Teoria geral da relação jurídica, I*, Almedina, Coimbra, 2003, p. 184

⁽¹¹¹⁾ Para isso remetemos para a obra de PAULO OLAVO CUNHA que analisa globalmente as ações privilegiadas nas sociedades anónimas. Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *ob. cit.*

É o que se encontra contemplado na II parte, do n.º 2 do artigo 391.º «*No contrato de sociedade pode-se estipular que (...) a eleição de alguns deles, em número não superior a um terço do total, deve ser também aprovada pela maioria dos votos conferidos a certas acções, mas não pode ser atribuído a certas categorias de acções o direito de designação de administradores.*»

Trata-se do direito especial atribuído a certas acções de vetar a designação de alguns administradores indigitados pela coletividade de acionistas. A razão de ser desta regra visa assegurar aos titulares de acções privilegiadas a faculdade de poder influenciar a designação de alguns administradores.

Esse direito de veto conferido a certas categorias de acções pode resultar na representação dos minoritários no órgão de administração.¹¹² Os acionistas titulares das acções de privilégio que confirmam o direito de vetar parte da lista apresentada pela maioria, podem ser minoritários, que capacitados com esta modalidade de acções privilegiadas, podem-se opor à lista vencedora da votação geral.

III. Assim para que os acionistas privilegiados possam vetar parte do órgão de administração, devem ser observados dois pressupostos. Em primeiro lugar à que haver uma previsão estatutária que admita a existência de acções privilegiadas (n.º 4 do artigo 24.º) e em segundo lugar essa categoria especial de acções tem de conferir um direito de veto até um terço dos membros do órgão de administração.

a) Quanto ao primeiro pressuposto, temos que ter em consideração que a previsão estatutária das acções privilegiadas com direito de vetar parcialmente a administração, identifica os acionistas portadores destes direitos especiais, que por terem investido pouco capital na sociedade, ou porque a sua participação foi diluída com a entrada de novos acionistas, foi-lhes assegurado pelos estatutos, algumas faculdades que os colocam numa posição vantajosa face aos demais acionistas. Normalmente estes acionistas são os fundadores da sociedade, que preservam para si um acesso especial à gestão social. Este ponto é importante, porque desvia-

(112) Contrariamente, PAULO BANDEIRA entende que a II parte do n.º 2 do artigo 391.º não é um direito de minorias Cfr. BANDEIRA, PAULO: *A Designação de Administradores por Acionistas Minoritários*, (in) *A Designação de Administradores, (Col.)GovernanceLab, Almedina, Coimbra, 2015 p. 77*

se da ideia basilar de que as minorias se formam casuisticamente perante situações concretas da vida da sociedade, as minorias como «filhas do caso». ^{113/114}

b) Quanto ao segundo pressuposto, sucede que para além da proibição de ações privilegiadas que concessionem o direito de designar administradores, o direito especial em causa só pode vetar até um terço do órgão de administração, e não bloquear globalmente a lista de administradores da maioria.

IV. O processo eleitoral de aprovação da designação parcial de administradores por certas categorias de ações carece de duas deliberações concordantes: (i) a da coletividade de acionistas; (ii) e a dos titulares de categorias de ações que confirmam o direito de veto. A designação continua a ser dos acionistas da maioria, só que esta não consegue eleger todos os administradores sem obter o assentimento dos acionistas privilegiados. A designação pelo bloco da maioria pressupõe uma deliberação anterior dos acionistas privilegiados no mesmo sentido ou fica sujeita a condição suspensiva.¹¹⁵

A - O efeito negativo do direito de veto conferido a certas categorias de ações da II parte do n.º 2 do artigo 391.º

I. Será natural concluir que a finalidade da II parte do n.º 2 do artigo 391.º é a de produzir um efeito negativo na pretensão dos acionistas minoritários à gestão. Esse efeito negativo, levamos a seguir de perto a observação perspicaz de CRISTIANO DIAS¹¹⁶ que dá a saber que o direito de veto produz um efeito diferente na esfera jurídica dos acionistas oposto ao direito de designar um administrador, dado que este último significa propor de forma vinculativa um determinado membro para o órgão de administração, o que desencadearia a responsabilidade solidária dos acionistas que nomeassem o administrador nos termos prescritos do artigo 83.º

II. Não podemos deixar de anunciar alguma ambiguidade do legislador em inserir esta regra no n.º 2 do artigo 391.º, trata-se de uma regra especial de designação (apesar de ter efeito

(¹¹³) Cfr. RUIZ, SÁNCHEZ; *ob., cit., p. 117*

(¹¹⁴) Cfr. *Supra*, 3.1, § 3, *cap. II*, p. 33-37

(¹¹⁵) Cfr. CORREIA, LUÍS BRITO *ob., cit., p. 452*

(¹¹⁶) Cfr. DIAS, CRISTIANO; *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 331

negativo) que deveria estar disposta ao lado das regras especiais de eleição (artigo 392.º), atento que este direito não se acha no seio da votação geral como a regra da maioria reforçada.¹¹⁷

Por outro lado, a Lei nacional deveria seguir de perto o (2) do §101 do AktG, permitindo a atribuição do direito de designar administradores a ações privilegiadas, bem como alguma doutrina estrangeira que tem vindo a reivindicar a implementação do respetivo instituto nos ordenamentos internos.¹¹⁸ Isto resolveria alguns conflitos que eventualmente possam existir entre acionistas da maioria e acionistas da minoria. Pela nossa parte, *de jure condendo* deveria ser possível a criação de ações privilegiadas que pudessem designar administradores.

B - As *golden share* e o direito de veto parcial do acionista minoritário Estado.

I. No âmbito do direito de veto previsto pela II parte do n.º 2 do artigo 391.º, demonstra-se essencial abordar uma temática que até bem pouco tempo vigorava no ordenamento jurídico nacional. As *golden shares*, ou ações douradas,¹¹⁹ que tinham a particularidade de consistirem numa participação de capital minoritária do Estado, numa empresa privatizada ou reprivatizada, como mecanismo de tutela do interesse público em alguns setores económicos considerados chave.

Apesar de as *golden shares* do Estado Português terem sido extintas pelo Decreto Lei n.º 90/2011, de 25 de julho, não deixam mesmo assim, de serem um fenómeno com inegável controvérsia, em especial por continuarem a ter expressão nos ordenamentos vigentes de alguns Estados Membro da UE.¹²⁰ Dentro deste quadro, podemos questionar no final desta parte do

(¹¹⁷) A este propósito, e como já referimos, no âmbito do processo eleitoral respeitante ao direito de veto conferido a certas categorias de ações, a designação de administradores está carente de duas deliberações (i) a da coletividade (ii) e a dos acionistas privilegiados. Esta última deliberação é uma deliberação distinta da votação geral. Cfr. *Infra A*, 5.2, § 5, *cap. III p.53-60*

(¹¹⁸) Cfr. LYON-CAEN, CHARLES e L. RENAULT, *Traité de droit comercial*, Tome 2, p. 521. Cfr. MAIA, PEDRO; *ob., cit.*, p. 299 e Cfr. *Infra 2.3*, § 2, *cap. II p. 25-27* e Cfr. *Infra*, 2.4, § 2, *cap. II p. 27-29*

(¹¹⁹) Por força do ímpeto que se fez sentir no dealbar das ações privilegiadas, vários países que aderiram a esta figura, recorrem a designações igualmente idênticas; “*action spécifique*” em França, “*acción de oro*” em Espanha, “*kiwi share*” na Nova Zelândia.

(¹²⁰) Neste âmbito, vejam-se a algumas ações privilegiadas que facultam ao Estado meios de ingerência na vida das sociedades com capitais maioritariamente privados: na Alemanha que mantém ações de privilégio na “*Lufthansa*” e “*Volkswagen*”; Itália, que criou ações de privilégio nos processos de privatização da “*Eni*”, “*Stet*”,

estudo, se a cessação das ações douradas do Estado Português, foi a medida mais acertada, assente no confronto que aglutina a defesa de setores estratégicos da economia e o funcionamento equitativo do mercado de capitais.

II. Como primeiro apontamento, podemos desde logo afirmar que as *golden shares* do Estado não se afiguravam apenas como um direito especial dos sócios regulado nos termos gerais pelo CSC, pois embora correspondessem a certo tipo de ações que se encontravam estipuladas no pacto social, não se confundiam com as ações privilegiadas previstas no n.º 4 do artigo 24.^o¹²¹, porquanto as *golden shares* não eram susceptíveis de serem transmitidas para privados, mas destinadas apenas ao Estado com o objetivo de defender o interesse nacional. Contudo, apesar de as *golden shares* terem uma matriz fora do Código das Sociedades Comerciais (já iremos dizer onde), não deixaram de apresentar áreas permeáveis pelo direito privado das sociedades comerciais,¹²² designadamente em matéria de sufrágio para o órgão de administração.

III. O tema das *golden shares* é demasiado amplo para ser totalmente esgotado nesta obra. Devido ao elevado interesse na matéria que já foi objeto de vários estudos,¹²³ vamos apenas analisar a temática das *golden shares* compaginada com o direito de veto do Estado no que respeita ao processo eleitoral para o órgão de administração das empresas reprivatizadas.

IV. A criação das *golden shares* em Portugal remonta a uma fase anterior ao movimento neoliberal de privatizações e reprivatizações pela Europa nos anos 80 e 90 pela mão da então

“Telecom” e “Enel”; A França que manteve uma posição dourada na privatização da “Elf-Aquitaine”; a Espanha, que por sua vez, manteve ações de privilégio na “Repsol”, “Telefónica”, “Argentaria”, “Tabacalera” e “Endesa”; a Holanda, que nos seus processo de privatização manteve *golden shares* na “KPN” e “TNP”.

(¹²¹) Cfr. JOSÉ, DIAS ROSENDO; *Direito Administrativo Privado? “Golden Share” e Direito Comunitário, Colóquio Direito Administrativo Privado - ou a crise do direito administrativo, realizado nos dias 19 e 20 de Novembro de 2010, na Faculdade de Direito da UCP, no Porto, (in) http://www.amjafp.pt/images/phocadownload/Intervenções/coloquio2010_rosendojose.pdf*

(¹²²) Cfr. ALBUQUERQUE, PEDRO DE e MARIA DE LURDES PEREIRA; *As “Golden Shares” do Estado Português em Empresas Privatizadas – Limites à sua admissibilidade e exercício* –, Almedina, Coimbra, 2006, p. 68

(¹²³) Cfr. DIAS, CRISTIANO; *ob. cit.*, p. 437.

1.^a Ministra do Reino Unido *Margaret Thatcher*.¹²⁴ Nos anos 60, o Estado Novo, fomentou uma colaboração entre o setor público e o setor privado, que se traduziu na participação no capital de empresas privadas que atuavam no setor de siderurgia ou produção de energia¹²⁵, assegurando que algumas matérias que eram privilégios do Estado. Contudo, com a integração de Portugal nas Comunidades Europeias em 1986, a agitação dos processos de privatização e reprivatização que ocorriam na altura, levaram Portugal a não alienar as suas participações, sem assegurar que mantinha determinados privilégios, garantindo a continuidade de alguns poderes de intervenção no seio das sociedades privatizadas: as *golden shares*.

V. Em Portugal, o regime jurídico das *golden shares* que estaria em vigor até 2011¹²⁶, remonta ao artigo 15.º, n.º 3 da Lei 11/90, de 5 abril da Lei Quadro das Privatizações, que contemplava um modelo dual no que tange às *golden shares*¹²⁷. Por um lado, o Estado Português como acionista minoritário beneficiava de um direito de veto sobre determinadas decisões (artigo 15.º n.º 3 da LQP), e por outro lado o Estado poderia designar um administrador que poderia vetar a aprovação de determinadas deliberações tomadas pelo órgão de administração (artigo 15.º, n.º 1 da LQP).

O artigo 15.º era uma norma de atribuição genérica que carecia de previsão específica no diploma que aprovasse os estatutos da empresa a reprivatizar. Perante as duas alternativas, o Estado optou sempre por atribuir à estrutura da *golden shares* a nomeação de um administrador com poder de vetar as deliberações do órgão de administração na; *EDP – Energias de Portugal, S.A*, *GALP Energia, S.G.P.S., S.A.*, e na *Portugal Telecom, S.G.P.S., S.A.*

VI. Dos estatutos destas três empresas podemos extrair dos antigos estatutos, as cláusulas do pacto social que previam nomeação de um administrador do Estado com poder de vetar as deliberações do órgão de administração.

(¹²⁴) O Reino Unido foi o grande catalisador da criação das *golden shares*, ao proceder às privatização de mais de 20 empresas públicas, entre as quais: a “*British Energy*”, “*British Airport Authorities*”, “*Rolls-Royce*”, “*British Gas*” e “*National Power*”. Rapidamente, por manifesta influência modelo britânico, o resto da Europa, inspirada pelo processo inovador de privatizações e reprivatizações, alienou empresas do setor público ao setor privado, mantendo privilégios de ingerência nas sociedades que na altura sofreram mudanças de controlo. A este propósito cfr. CRISTIANO DIAS; *ob. cit.*, p. 437.

(¹²⁵) Cfr. SANTOS, ANTÓNIO CARLOS DOS, MARIA EDUARDA GONÇALVES e MARIA MANUEL LEITÃO MARQUES; *Direito Económico, Almedina, Coimbra, 2014, p. 145*

(¹²⁶) Revogação efetuada pelo Decreto lei n.º 90/2011, de 25 de julho

(¹²⁷) Cfr. ALBUQUERQUE, PEDRO DE e MARIA DE LURDES PEREIRA, *ob., cit.*, p. 69-70

Atento ao sobredito, na quarta fase do processo de reprivatização da EDP, o artigo 13.º, n.º 2 e n.º 3 do Decreto Lei 141/2000, de 15 julho estatua o seguinte:

“ — Enquanto for accionista da sociedade, nos termos do número anterior, o Estado, se votar contra a proposta que fizer vencimento na eleição dos administradores, gozará ainda do direito de designar um administrador, o qual substituirá automaticamente a pessoa menos votada da lista vencedora ou, em caso de igualdade de votos, aquela que figurar em último lugar na mesma lista.

— O direito conferido ao Estado no número anterior prevalece sobre os direitos similares conferidos aos accionistas minoritários pelo art. 392.º do Código das Sociedades Comerciais.”¹²⁸

VII. Relativamente à GALP, que foi igualmente alvo de processo de reprivatização, na sua primeira fase, aprovada pelo Decreto Lei n.º 261-A/99, de 7 de Julho, o preâmbulo deste Decreto Lei referia que, dada a natureza da atividade da GALP, o Estado iria fazer uso das faculdades conferidas pela LQP, conferindo direitos especiais às ações detidas pelo Estado. Quanto à eleição dos administradores o art. 4.º, n.º 3 al a) do DL 261-A/99 concretizou o direito especial em designar um administrador, dispondo o seguinte:¹²⁹

“— As aludidas acções poderão conferir, designadamente, os seguintes direitos especiais: a) O direito de, acordo com o n.º 2 do art. 391.º do Código das Sociedades Comerciais, aprovar a eleição de um número de administradores não superior a um terço do total;”

VIII. Já quanto à PT, consagrou-se na primeira fase de privatização ao abrigo do artigo 20.º, n.º 1 do DL n.º 44/95, de 22 de fevereiro, que no caso de o contrato de sociedade prever a existência de direitos especiais, estes seriam detidos na sua maioria pelo Estado ou outros entes públicos, salvo se as ações correspondem-se a direitos especiais com dividendo prioritário. O

⁽¹²⁸⁾ Cfr. CORREIA, RICARDO SERRA; *Os Direitos Especiais à Luz do CSC e do Direito da União Europeia — Algumas Reflexões*; *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 73, Vol. IV, 2013, p. 1404; Cfr. RODRIGUES, NUNO CUNHA; *“Golden Shares” — As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 359

⁽¹²⁹⁾ Cfr. CORREIA, RICARDO SERRA; *ob. cit.*, p. 1411; Cfr. RODRIGUES, NUNO CUNHA; *ob. cit.*, p. 290

privilégio de nomeação de administradores vigorou até à assembleia geral da PT que revogou as *golden shares* do Estado Português. Vinha previsto no artigo 19.º, n.º 2 dos estatutos:

“– Para a eleição de um terço do número total de Administradores, que compreenderá o Presidente do Conselho de Administração, a maioria referida no número anterior deve incluir a maioria dos votos conferidos às acções pertencentes à categoria A.”

IX. Da leitura destes excertos dos pactos sociais, podemos retirar algumas conclusões quanto ao método de nomeação dos administradores pelo Estado Português.

Em primeiro lugar, em matéria de nomeação de administradores, o Estado adotou tendencialmente o modelo previsto na II parte do n.º 2 do artigo 391.º. Tendencialmente, porque como veremos mais à frente, a EDP não se cingiu simplesmente a designar administradores para o órgão de administração de harmonia com esta fixação normativa. O mecanismo de eleição ia muito mais além do direito de veto conferido a certas categorias de ações, o que fez com o artigo 13.º, n.º 2 e n.º 3 do Decreto Lei 141/2000, de 15 julho fosse sujeito julgamento pelo TJUE, que declarou violar o artigo 63.º do TFUE.

Em segundo lugar como a doutrina¹³⁰ fez notar, o método da PT ressaltava que: se os estatutos previssem direitos especiais estes seriam detidos pelo Estado ou outro ente público, salvo se os direitos especiais correspondessem a dividendos prioritários. Uma vez que na cláusula 19.º dos estatutos da PT vinha consagrado o direito de veto de acionistas detentores de categorias de ações especiais, o estado avocou-se dessa faculdade nos termos previstos pelo artigo 20.º do DL n.º 44/95, de 22 de fevereiro.

Por último, naquilo que se prende com a relação com o CSC, o legislador seguiu vias diversas ao definir as ações privilegiadas de designação de administradores para o órgão de administração. Podemos verificar uma proximidade mais vincada com o CSC nas *golden shares* da PT e na GALP, e um afastamento no caso da EDP. Esta ponderação, como de seguida veremos, será importante para aferir se dentro da estrutura da *golden share* que o Estado Português detinha na EDP, se encontrava, ou não, de harmonia com o artigo 63.º do TFUE.

⁽¹³⁰⁾ Cfr. RODRIGUES, NUNO CUNHA; *ob. cit.*, p. 356

C - (continuação) - As *golden shares* e a jurisprudência do TJUE: o caso do direito especial de designação de administradores da EDP.

I. Na meta final da primeira década do séc. XXI, o Estado Português viu-se confrontado com ações propostas pela Comissão Europeia junto do TJUE, sustentando que as *golden shares* detidas por aquele, não cumpriam com os Tratados ao restringirem injustificadamente a livre circulação de capitais e por intervirem desproporcionadamente na gestão da sociedade privatizada. No fundo, estava em causa a violação dos ex-artigos 43.º e 56.º do TCE, hoje correspondentes respetivamente aos 49.º e artigo 63.º do TFUE.

II. Assim como o Estado Português, outros Estados-Membro da UE foram alvos de queixas da Comissão Europeia, relativamente às quais, em matéria de *golden shares*, foram proferidas algumas sentenças, onde foram contestados direitos especiais de natureza pública, como: (i) limitação da participação de estrangeiros no capital social de empresas privatizadas, (ii) autorização prévia para investimento em certo capital ou direitos de voto, (iii) poder de veto relativo à venda ou aquisição de bens, (iv) poder de veto relacionado com a transferência de instalações técnicas para produtos de energia, (v) poder de nomear administradores.¹³¹

III. Dentro das mais de uma dezena de decisões sobre as *golden shares*, o TJUE foi chamado por duas vezes para analisar o poder do Estado enquanto acionista minoritário a nomear administradores, nas decisões *Comissão vs. Itália* de 23 de maio de 2000¹³² e *Comissão vs. Portugal* de 11 de novembro de 2010¹³³.

Antes de analisarmos a decisão que no domínio do poder de nomear um administrador pelo Estado opôs a Comissão e Portugal vamos deixar um lamiré sobre o processo contra a Itália.

IV. O Acórdão de 23 de maio de 2000, apreciou a admissibilidade de direitos especiais da República Italiana no âmbito do processo de privatização da *ENI SpA* e da *Telecom Italia SpA*. O artigo 2.º, n.º 1 n.º 332, do Decreto-Lei n.º 332 de 31 de maio de 1994 atribuía ao Ministro do Tesouro determinados privilégios no seio das sociedades privatizadas, particularmente o direito de nomear administradores e um revisor oficial de contas.

⁽¹³¹⁾ Cfr. DIAS, CRISTIANO; *ob. cit.*, p. 445; CÂMARA, PAULO; *The end of the “Golden” Age of Privatisations? The recente ECJ decisions on Golden shares*, p. 505

⁽¹³²⁾ Processo C-58/99

⁽¹³³⁾ Processo C-543/08

No entender da Comissão Europeia, o direito especial para nomear administradores e um revisor oficial de contas da *ENI SpA* e da *Telecom Italia SpA*, interferiam com a normal circulação de capitais, tornando menos atrativo o investimento. Destarte, nesse caso, no entender do TJUE, a índole puramente excecional o direito especial para nomear administradores e um revisor oficial de contas não encontrava os seus quatro pressupostos de aplicabilidade preenchidos: (i) aplicação de modo não discriminatório, (ii) aplicação deve justificar-se por razões imperiosas de interesse nacional, (iii) adequadas a garantir a realização do objetivo que prosseguem (iv) e não devem ir para além do indispensável para alcançar o fim.¹³⁴

O Estado Italiano não secundava este entendimento, retaliando os argumentos da Comissão com base numa alteração legislativa que na altura se encontrava em curso e que visava restringir o âmbito das *golden shares* a setores estratégicos como a defesa, energia, transporte e comunicações, e com base no argumento que o conteúdo do veto das deliberações do administrador cingia-se a situações em que o comprador da empresa não apresentava garantias financeiras adequadas ou tinha ligações com grupos terroristas ou Estados não-democráticos.¹³⁵

Contudo, o TJUE, decidiu condenar o Estado Italiano de acordo com o parecer da Comissão, dado que a situação de incumprimento devia ser analisada de acordo com a realidade presente na altura do termo do prazo estabelecido para terem ocorrido as mudanças.¹³⁶

V. O Acórdão de 11 de novembro de 2010 do TJUE julgou a desconformidade das ações privilegiadas detidas pelo Estado Português na EDP, com base na previsão no artigo 13.º do Decreto Lei n.º 141/2000, de 15 de julho com o artigo 63.º do TFUE, condenando o Estado Português, por este não respeitar os Tratados ao restringir injustificadamente o funcionamento equitativo do mercado de capitais.¹³⁷

A particularidade do processo coaduna-se com o direito especial do Estado Português a designar administradores. O Estado Português não concordando com os nomes propostos pela maioria, podia vetar parcialmente a lista vencedora, tendo o direito a indigitar um administrador que substituiria o último nome que figurasse na lista que fizesse vencimente na assembleia

⁽¹³⁴⁾ Cfr. DIAS, CRISTIANO; *ob. cit.*, p. 445

⁽¹³⁵⁾ Cfr. 4.º parágrafo do Acórdão

⁽¹³⁶⁾ Cfr. 13.º parágrafo do Acórdão

⁽¹³⁷⁾ Cfr. DIAS, CRISTIANO; *ob. cit.*, p. 482

eletiva (n.º 2 e 3 do artigo 13.º do Decreto Lei n.º 141/2000). De outro lado, e porque também foram objeto de julgamento neste processo, não iremos analisar o direito de veto do Estado relacionado com matérias específicas como: (i) a alteração do contrato, (ii) aumento do capital social, (iii) fusão, cissão e dissolução, (iv) deliberação sobre a celebração de contratos de grupo paritário e de subordinação, (v) deliberação de supressão ou, (vi) limitação do direito de preferência dos acionistas em aumentos de capital (n.º 1 do artigo 13.º) do Decreto Lei n.º 141/2000, por gravitarem fora do âmbito deste estudo.

Por conseguinte, a Comissão considerava que a estrutura da *golden shares* que o Estado Português detinha na EDP (i) feria o direito que os outros acionistas tinham de participar na gestão e no controlo da empresa de harmonia com o valor das ações que detinham e;¹³⁸ (ii) desincentivava ao investimento direto na medida que esse direito específico afastava as regras gerais de direito das sociedades comerciais, uma vez que estava em benefício exclusivo dos acionistas públicos, através de uma medida legislativa nacional.¹³⁹

Por sua vez, o Estado Português sustentava uma interpretação atualista do CSC. Defendendo que o direito a indigitar um administrador, não era na realidade um direito especial para nomear um administrador, devendo antes ser entendido como um direito especial para designar um supervisor para o conselho geral e supervisão, dado que a administração da EDP tinha adotado o modelo de administração germânico previsto na alínea c), n.º 1 do artigo 278.º do CSC; cujos os nomes dos órgãos com poderes para administrar tinham sido alterados pelo Decreto Lei n.º 76-A/2006, 23 de Março. Assim, os diretores do conselho de administração executivo passaram a designar-se de *administradores*¹⁴⁰, e os administradores do conselho geral e supervisão passaram a ter a denominação de *supervisores*; pelo menos na perspetiva do Estado Português.¹⁴¹

Mais argumentou, que, enquanto membro do conselho geral e supervisão, o *supervisor* designado pelo Estado, não podia influenciar de forma determinante na gestão ou o controlo

⁽¹³⁸⁾ Cfr. 27.º parágrafo do Acórdão

⁽¹³⁹⁾ Cfr. 29.º parágrafo do Acórdão

⁽¹⁴⁰⁾ Tal alteração deveu-se ao entendimento do legislador de que a designação de diretores equivalia aos comuns diretores de serviços. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial –*, Almedina, Coimbra, 2.ª ed., 2007, p. 804

⁽¹⁴¹⁾ Cfr. 35.º parágrafo do Acórdão

dessa sociedade, o que não teria qualquer impacto no interesse dos investidores em adquirir uma posição na estrutura acionista da EDP.¹⁴²

No entender do Tribunal, quanto a este *thema decidendum*, foi rejeitada a argumentação do Estado Português, porquanto as disposições dos n.º 2 e 3.º do artigo 13.º do Decreto Lei n.º 141/2000, de 15 de julho referiam-se especificamente à nomeação de um administrador e não a um supervisor.¹⁴³ E por outro lado, apesar de o conselho geral e supervisão não ser um órgão de administração executivo, não será por causa disso que o Estado através dele deixará de exercer influência na gestão e controlo na EDP. Dado que, apesar de o conselho geral e supervisão ter a obrigação principal de vigiar o conselho de administração executivo e a conformidade da gestão social da sociedade com a legalidade, o direito das sociedades comerciais português, permite que os estatutos atribuam ao conselho geral matérias de gestão tais como: a aprovação a aquisição ou alienação de bens; direitos ou ações que tenham um valor económico significativo; abertura ou encerramento de estabelecimentos; início ou encerramento de parcerias de cooperação estratégicas; cisão, fusão ou transformação da sociedade; e alteração dos estatutos (n.º 2 do artigo 17.º dos estatutos da EDP)¹⁴⁴

VI. O que dizer deste Acórdão.

a) Somos da opinião, que neste assunto em particular, o TJUE decidiu bem. Contudo, ficou por fundamentar mais detalhadamente um aspeto imperioso, relacionado especificamente com o artigo 392.º do CSC.

b) Como já dissemos acima, a estrutura da *golden shares* do Estado Português na EDP (n.º 2 do artigo 13.º do Decreto Lei n.º 141/2000. De 15 de julho), em matéria de designação de administradores, afasta-se muito mais do CSC do que as outras *golden shares*. Enquanto que as *golden shares* da PT e GALP constituem uma reprodução da previsão legal da II parte, do n.º 2, do artigo 391.º, atribuindo ao Estado um direito de vetar até um terço dos membros eleitos que vão preencher os lugares vagos na administração; na *golden share* da EDP em vez de termos um direito de veto conferido a determinadas categorias de ações nos termos do CSC, temos o direito especial de designar um administrador para a gestão, que substituirá o último elemento que figure na lista de administradores propostos pela maioria. A *golden share* da EDP neste

⁽¹⁴²⁾ Cfr. 35.º parágrafo do Acórdão

⁽¹⁴³⁾ Cfr. 60.º parágrafo do Acórdão

⁽¹⁴⁴⁾ Cfr. 61.º parágrafo do Acórdão

aspecto, dirigi-se no sentido radicalmente oposto ao previsto pela II parte, do n.º 2, do artigo 391.º, que proíbe que sejam conferidas a certas categorias de ações o direito de designar administradores.

Enquanto a estrutura das *golden shares* da PT e GALP são um corolário do efeito negativo do acionista minoritário Estado à gestão, a *golden share* da EDP reproduz um efeito positivo no acionista minoritário Estado à gestão.

Como já defendemos, *de jure condendo* o CSC deveria possibilitar a atribuição de uma categoria de ações com o direito de designar um administrador. Essa faculdade só traria vantagens para a *governance* da sociedade, ao desincentivar os conflitos entre diferentes facções de acionistas mediante a obrigatoriedade de um acordo.¹⁴⁵

c) Mais importante que o parágrafo acima, está a parte da *golden share* na EDP que derroga as regras especiais de eleição com previsão no artigo 392.º. Tal como se lê no n.º 3 do artigo 13.º do Decreto Lei 141/2000, de 15 de julho:

“ — O direito conferido ao Estado no número anterior prevalece sobre os direitos similares conferidos aos accionistas minoritários pelo art. 392.º do Código das Sociedades Comerciais.”

É esta norma que na realidade revela uma restrição injustificada ao funcionamento dos mercados de capitais prevista no artigo 63.º do TFUE (ex-artigo 56.º do TCE). Não é tanto a circunstância de se atribuir ao Estado um direito especial com efeito positivo para a administração, como já dissemos, *de jure condendo* evitar-se-ia que a sociedade se visse confrontada com um conflito entre acionistas que não a beneficia. É mais a circunstância de o direito especial do Estado derrogar cabalmente as regras especiais de eleição previstas no artigo 392.º¹⁴⁶ que entronca um direito fundamental de qualquer sócio: *o direito de não ser afastado da possibilidade de ser eleito para o órgão de gestão.* (cfr. artigo 21.º, n.º 1, al. d))¹⁴⁷

É a partir deste fator que o funcionamento equitativo dos mercados de capitais pode ser prejudicado, porquanto qualquer acionista que queira deter uma posição significativa na

⁽¹⁴⁵⁾ Cfr. *Supra*, A, 5.3, § 5, *Cap. III*, p. 60-63

⁽¹⁴⁶⁾ Cfr. RODRIGUES, NUNO CUNHA; *ob. cit.*, p. 378

⁽¹⁴⁷⁾ Cfr. *Infra*, § 8, *cap. IV*, p. 105 a 107

sociedade fica com uma possibilidade enfraquecida de se ver representado no órgão de administração.

Pela nossa parte, afastada a possibilidade de os acionistas minoritários participarem na gestão e controlo nas sociedades abertas à subscrição pública, onde o tipo de investidores capazes de adquirir frações de capital, são investidores com um conhecimento muito profissionalizado do mercado, na hora de entrar na estrutura acionista da sociedade, recuariam.¹⁴⁸ Deste modo, os investidores optando por não entrar na estrutura do capital social da sociedade, o mercado e sistema financeiro seria irremediavelmente prejudicado, na medida que uma empresa com uma relação próxima com o público apresentaria deficiência em cativar capitais próprios.

§ 6 O efeito positivo das Regras Especiais de Eleição – Artigo 392.º

6.1 Enquadramento genérico

I. As regras especiais de eleição, demonstram-se como o mecanismo predileto para as minorias acionistas designarem administradores, dado que ao contrário da previsão contida no n.º 2 do artigo 391.º, as regras especiais de eleição postulam um efeito positivo, permitindo que os acionistas minoritários possam indicar autonomamente, face à lista apresentada pela maioria, nomes para preenchimento de algumas vagas para o órgão de administração, inviabilizando a pretensão da maioria de se apoderar de todos os lugares da administração. Isto é, ao abrigo das regras especiais de eleição, ficam reservados para os acionistas minoritários alguns lugares para o órgão de administração, que só por eles poderão ser indicados.

II. Ademais, é nossa convicção que o legislador ao contemplar no artigo 392.º duas modalidades de eleição distintas, quis atribuir duas vias alternativas aos acionistas minoritários para serem representados no órgão de administração com base numa lógica temporal, antes e depois da votação geral. Para esse efeito, as minorias podem exercer o seu direito de designar administradores, preventivamente, através da apresentação de uma lista de administradores antes da votação – mecanismo de eleição isolada (n.º 1 a 5 do artigo 392.º); ou poderão dar execução ao seu direito de designar administradores de maneira reativa, indigitando um

⁽¹⁴⁸⁾ Cfr. *Infra*, § 10, cap. IV, p. 115-123

administrador que substituirá o último nome que figure na lista que tenha feito vencimento na votação feita pela maioria – mecanismo de designação pelos vencidos (n.º 6 e 7 do artigo 392.º)¹⁴⁹

III. Antes de passarmos para a análise de cada um dos sistemas contemplados pelo artigo 392.º, cumpre deixar um apontamento relacionado com a possibilidade de os estatutos poderem prever cumulativamente os dois sistemas. Para tanto, em primeiro lugar impõe-se auscultar o que diz a doutrina.

Dos primeiros estudos que se fizeram sobre as regras especiais de eleição, já dizia RAUL VENTURA¹⁵⁰ que os dois sistemas não eram cumuláveis. Parecer, porém, sustentado apenas no elemento literal do n.º 6, do artigo 392.º «*O contrato de sociedade pode ainda estabelecer (...)*». Contrariamente, SOFIA RIBEIRO BRANCO¹⁵¹, com uma interpretação igualmente literal da norma «*O contrato de sociedade pode ainda estabelecer (...)*» encarava esta expressão como uma forma de cumulação dos dois mecanismos no pacto social. Tanto uma como outra posição sustentada apenas em elementos literais pode levantar muitas dúvidas, devido à ambiguidade da redação de norma.

A nossa tomada de posição alinha-se com a da última autora, bebendo do entendimento que através de previsão estatutária, se podem cumular os dois sistemas. E repare-se, esta posição não se baseia apenas no elemento literal que foi objeto de confronto intelectual entre os dois autores. Existem duas ordens de razões que nos levam a ter a convicção de que é possível cumular os dois sistemas.

Uma razão motivada pelo estímulo ao investimento nas sociedades abertas que a cumulação dos dois sistemas pode criar, através da qual, os investidores, veriam assim

(¹⁴⁹) MANUEL A. PITA diz que os direitos sociais das minorias podem atuar antes de verificado o desvio funcional ou após a sua consumação. Aos primeiros designou de meios preventivos do abuso de maioria, aos segundos de meios repressivos do abuso de maioria. Cfr. PITA, MANUEL A.; *A Proteção de Minorias*, (in) *Novas Perspetivas do Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 1986, p. 361

(¹⁵⁰) Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, comentários ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão da edição de 1992, p. 523

(¹⁵¹) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração*, (in), *O Direito*, ano 136, 2004, IV, Almedina, Coimbra, p. 727

majoradas as suas possibilidades de participarem na gestão social da organização¹⁵². E uma segunda ordem de razão, decorrente da tutela *ex ante* e *ex post* dos acionistas minoritários à designação de administradores. Isto é, os acionistas minoritários consoante o que se passar na assembleia eletiva, podem mudar de opinião quanto à viabilidade dos nomes apresentados pelos acionistas majoritários, levando-os a votar contra a lista apresentada por estes. Deste forma, apesar de *ex ante* não indigitarem nenhum administrador, *ex post* eleição de administradores pela maioria, podem designar administradores.

Como causa direta destes dois argumentos, ao prever os dois sistemas nos estatutos, também vemos aumentada a possibilidade de o conselho de administração apresentar uma representação da estrutura acionista mais diversificada.

6.2 O mecanismo de eleição isolada – n.º 1 a 5 do artigo 392.º

A - A designação de administradores e a tutela *ex ante* dos acionistas minoritários

I – Antes de nos debruçar sobre regime jurídico do mecanismo de eleição isolada que também tutela a designação de administradores pelos acionistas da minoria, temos de deixar uma nota sobre a sua natureza e localização temporal, de modo que esta técnica eletiva seja compreendida com toda a exatidão. Como pano de fundo, o sistema de eleição isolada, como já alguma doutrina fez notar, não consiste *strictum sensu*, num direito de designação pelos acionistas minoritários, porque estes, dentro da economia da norma (artigo 392.º n.º 1 a 5) apenas podem *propor* o nome de pessoas para ocupar vagas para o órgão de administração¹⁵³, que ulteriormente se sujeitará a sufrágio por todos os acionistas com direito de voto.

II. Ademais, os acionistas do lado da minoria, poderão voluntariamente constituir grupos *ad hoc*, que por força das circunstâncias do momento, os levarão a conjugar esforços para conseguirem ser representados no órgão de administração.

⁽¹⁵²⁾ Apesar de não se referir expressamente à cumulação dos dois mecanismos MENEZES CORDEIRO diz que o verdadeiro motivo do artigo 392.º é o de atrair investidores. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado, (cord.) Menezes Cordeiro, anotação ao artigo 392.º, Almedina, Coimbra, 2014, p. 680*

⁽¹⁵³⁾ Cfr. CORREIA, LUIS BRITO; *Os Administradores das Sociedades Anónimas, Almedina, Coimbra, 1993, p 451 a 453*. Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração, (in), O Direito, ano 136, 2004, IV, p. 729*

Em suma, o que serve de base ao sistema de eleição isolada, é o direito que minoritários têm, para apresentar uma *lista* com o nome dos candidatos para o órgão de gestão. *Lista*, essa, que será sujeita a sufrágio por todos os acionistas com direito de voto na assembleia geral.

É por isso nossa convicção, que o sistema de eleição isolada confiado aos acionistas minoritários está filiado num mecanismo de tutela *ex ante*, por se localizar temporalmente antes da eleição dos administradores indigitados segundo as regras gerais de eleição. No fundo, antes de se saber o desenlace da deliberação da assembleia geral segundo o princípio maioritário, os acionistas minoritários já têm uma lista de pessoas para ocupar alguns lugares da administração

B - Pressupostos de aplicação

I. Independentemente de ser uma sociedade anónima de subscrição privada ou pública, o regime jurídico do CSC prevê que apenas por força de uma cláusula estatutária,¹⁵⁴ uma sociedade pode prever que para um número de administradores não excedente a um terço do órgão de administração, se proceda a eleição isolada de pessoas propostas por grupos de acionistas minoritários, desde que sejam detentores de participação social superior a 10% e inferior a 20% (n.º 1 do artigo 392.º).

II. O primeiro pressuposto determina que apenas os minoritários detentores de uma participação entre 10% a 20% do capital social votante, podem acionar o mecanismo de eleição isolada. Como dissemos acima, o direito que está *sub judice* ao mecanismo de eleição isolada é um direito relativo à apresentação de listas e não ao direito de voto. Os minoritários ao abrigo da primeira regra especial de eleição, vão propor nomes de pelo menos duas pessoas que possam vir a ocupar um lugar na administração, a votação que se irá suceder, será realizada por todos os acionistas com direito de voto em eleição isolada.

Isto quer significar que os acionistas minoritários representativos de capital social entre 10% e 20% independentemente de terem direito de voto ou não, podem apresentar lista de

(¹⁵⁴) As regras especiais de eleição são obrigatórias para as sociedades abertas ao investimento público e para as sociedades participadas pelo Estado ou por entidade equiparada por lei, pelo o pacto social deve prever uma das regras encimadas no artigo 392.º (o mecanismo de eleição isolada ou mecanismo de designação pelos vencidos). O silêncio dos estatutos implica a aplicação do mecanismo de designação pelos vencidos por força da Lei. (n.º 8 do artigo 392.º).

candidatos a administradores. A mesma finalidade aplica-se ao acionista minoritário se incorrer sobre ele algum impedido à luz do n.º 6 do artigo 384.º. Se o minoritário estiver numa situação de conflito de interesses com a sociedade, poderá mesmo assim subscrever uma lista nos termos do n.º 1 do artigo 392.º

III. O segundo pressuposto relaciona-se com a circunstância de os minoritários terem de constituir grupos *ad hoc* para poderem apresentar listas de candidatos. Não temos o entendimento de alguma doutrina que sustenta a expressão «*grupos de acionistas*» como um equívoco legislativo, sendo que a interpretação correta da expressão estaria direcionada para abranger também acionistas minoritários que isoladamente apresentem listas.

Pela nossa parte, acompanhamos a maioria dos autores com opinião formada nesta questão, defendendo que o mecanismo de eleição isolada apenas pode ser utilizado por grupos minoritários¹⁵⁵. Não parece que o legislador se tenha expressado deficientemente, pois no n.º 1 do artigo 392.º, a norma tem prescrito por duas vezes a expressão «*grupos de acionistas*», o que na nossa opinião nos leva a concluir, que a interpretação que englobe acionistas isolados na norma não deve merecer acolhimento.

Por outro lado, de *jure condendo*, seria desejável tornar mais solúvel a primeira regra especial de eleição, ao permitir aos minoritários isoladamente propor o nome de administradores em harmonia com o mecanismo de eleição isolada. A possibilidade de serem apenas grupos de acionistas pode enfraquecer o desígnio do instituto, dado que os acionistas muitas vezes nem se conhecem, sobretudo nas sociedades anónimas abertas à subscrição pública.

(155) ARMANDO TRIUNFANTE¹⁵⁵, contrariamente, entende que a natureza especial do artigo 392.º depõe a favor da tutela do acionista que atua individualmente e não apenas em grupo. A norma que vem prevista no n.º 1 do artigo 392.º, refere-se a “*grupos de acionistas*” e aparentemente só esses poderão concorrer no exercício do poder. A menção parece assim determinar que pelo menos 2 acionistas poderão subscrever uma lista, um acionista sozinho não poderá. Todavia o autor levanta dúvidas sob se esta é a melhor via interpretativa. No entender do autor, a impossibilidade de exercício individual levaria à expropriação da faculdade *sub judice*, onde em algumas sociedades, em particular nas sociedades fechadas, existem acionistas que são titulares de participação que se encontra dentro dos limites estabelecidos pelo sistema de eleição isolada. Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas - Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Minoria* -, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 684

C - O processo eleitoral do mecanismo de eleição isolada

I. Para permitir a escolha pela assembleia geral, por força do n.º 2, do artigo 392.º, os acionistas minoritários devem propor pelo menos duas pessoas para cada um dos cargos a preencher. Como é natural, não pode a lista ser composta por uma única pessoa, pois se assim fosse, não haveria lugar a qualquer possibilidade de escolha pelos acionistas.¹⁵⁶

Dentro deste âmbito, têm se interrogado se os lugares reservados para os administradores propostos pelos acionistas minoritários forem dois ou três, a lista deve discriminar um grupo de pelo menos duas pessoas para cada um dos lugares elegíveis, ou se são indicados indiscriminadamente um número de candidatos (desde que não inferiores aos lugares que estão em concurso), v.g., propor cinco pessoas para dois lugares na administração. A doutrina que se debruçou sobre esta questão, é unânime ao concluir que por questões de operacionalidade do n.º 2 do artigo 392.º devem ser indicadas listas que discriminem grupos de candidatos para cada um dos cargos. Nem poderia ser de outro modo, o n.º 2 do artigo 392.º é categórico ao estatuir que *«Cada lista referida no número anterior deve propor pelo menos duas pessoas elegíveis por cada um dos cargos a preencher.»* Atento ao teor desta norma, é difícil divergir do elemento literal.

Mais ainda nesta sede, RAUL VENTURA¹⁵⁷, registou que *«Isto não implica necessariamente que se proceda a tantas eleições isoladas quantos os cargos para que os grupos podem propor pessoas, mas também não impede que assim se proceda. Caberá ao presidente da mesa, sem prejuízo de deliberação da própria assembleia, separar ou reunir as propostas apresentadas para cada cargo a preencher.»*

II. A previsão do n.º 3 do primeiro sistema inibe que os minoritários subscrevam mais do que uma lista. Uma vez que podem ser apresentadas outras listas por outras fações minoritárias, a subscrição de mais do que uma lista por um acionista minoritário, poderia subverter o objetivo do instituto.

Sem resposta ficou a questão de saber, se um candidato a administrador pode figurar em mais do que uma lista. Perante uma pluralidade de listas, seria desrazoável que a mesma pessoa

⁽¹⁵⁶⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 729 e Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão da edição de 1992, p. 522

⁽¹⁵⁷⁾ Cfr. VENTURA, RAUL; *ob., cit.*, p. 522

não pudesse ser proposta por mais do que uma facção de acionistas minoritários. Do mesmo modo, se a mesma pessoa for proposta pela mesma facção da minoria para cargos diferentes, não cremos que exista nenhum obstáculo para essa situação, pois como será natural, a ocupação de um determinado cargo exclui automaticamente a eleição para os outros cargos.¹⁵⁸

III. Já a disposição do n.º 4 prevê que caso sejam apresentadas várias listas ao abrigo do sistema de eleição isolada, todas as listas deverão ser simultaneamente votadas, sob pena de uma vez eleitos os administradores indicados pela primeira lista, as demais não chegarem sequer a serem sujeitas a sufrágio. Contudo, sendo apresentadas várias listas, para apurar os nomes das pessoas que vão ocupar os lugares vagos, este confronto de listas deverá subordinar-se ao método proporcional.¹⁵⁹

IV. Finalmente, cumpre saber que o n.º 5 do artigo 392.º estatui a separação da votação dos administradores propostos pelos acionistas minoritários, só podendo a assembleia geral

(¹⁵⁸) Ainda a propósito no preceito contemplado no n.º 3, do artigo 392.º PAULO BANDEIRA tece uma linha de raciocínio conducente à possibilidade de um acionista minoritário, subscritor de uma lista ao abrigo do sistema de eleição isolada, vir depois subscrever outra lista na eleição a tomar pela maioria. O autor, defende que por serem duas eleições distintas, se o acionista cumprir formalmente os requisitos de apresentação de listas nas duas eleições poderá subscrever mais do que uma lista. Admitindo, porém, que a subscrição de duas listas, pelo minoritário, em processos eleitorais diferentes poderá defraudar a finalidade das regras especiais de eleição, tendo em conta que o minoritário poderá controlar a eleição isolada e o maioritário a eleição geral.

Todavia, através de atuação conjunta negociada através de acordo parassocial, se um acionista minoritário com outro acionista detentor de maior participação, subscrever uma lista da minoria e outra da maioria com vista ao domínio da gestão, coloca-se a questão de saber se os acionistas estão subordinados às regras de imputação dos votos, prevista pelo artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários. Tratando-se de uma sociedade aberta à subscrição pública, é por demais evidente que o acionista minoritário não cumpriria os requisitos para subscrever uma lista nos termos do sistema de eleição isolada (conquanto ultrapassaria o teto de 20% de participação social). Por esta via, o Presidente de Mesa da assembleia geral, deverá diligenciar no sentido de verificar se é imputada à minoria acionista, direitos de voto de um outro acionista, e inibir a minoria de subscrever a lista em harmonia com o sistema de eleição isolada, sob pena de estar a dar cobertura a um claro abuso de direito. Mais o autor afirma, que a solução não deverá ser diferente se estivermos perante uma sociedade fechada, embora se levantem problemas relacionados com a produção de prova para a demonstração de celebração de um acordo parassocial. Cfr. BANDEIRA, PAULO; *A Designação de Administradores por Acionistas Minoritários*, (in) *A Designação de Administradores*, (Col.) *GovernanceLab*, Almedina, Coimbra, 2015 p. 82 e 83

(¹⁵⁹) Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º., 2013, p. 473

proceder à votação segundo as regras gerais, depois de terem sido designados os administradores propostos pela minoria em listas isoladas. A violação desta norma implica a anulabilidade da deliberação eletiva nos termos do artigo 58.º, n.º al. a).

Como já acima referimos, estando perante uma eleição separada da votação da maioria. O legislador com o mecanismo de eleição isolada pretendeu conjugar os interesses da minoria e maioria de forma amigável, cabendo aos primeiros propor os nomes, de entre os quais, serão escolhidos os administradores a designar por todos os acionistas com direito de voto. É uma forma de harmonizar os interesses conflitantes, chamando a maioria a participar na eleição de administradores indicados pelos minoritários. De facto, são os minoritários que têm um influência mais intensa neste processo eleitoral, porque são eles que selecionam os nomes dos candidatos a eleger pelos acionistas da maioria.¹⁶⁰

De outro lado, como já indicámos acima, o sistema de eleição isolada é um direito de apresentar uma lista de candidatos e não de voto. Na prática, direcionando-se para um mero direito de propor nomes e não num direito de designação de administradores em sentido estrito.

D - O Direito de informação da maioria como limite ao mecanismo de eleição isolada – a alínea d), do n.º 1, do artigo 289.º

I. O direito de informação é um ativo intangível do direito societário, assente numa dogmática transversal a todo o CSC.^{161/162} A sua importância é coroada pelo legislador como um direito fundamental dos sócios (cfr. artigo 21.º, n.º 1, al. d)). Porquanto, o direito das sociedades como disciplina jurídica que regula primordialmente as organizações de cariz

⁽¹⁶⁰⁾ Cfr. BANDEIRA, PAULO; *ob., cit., p. 81*

⁽¹⁶¹⁾ Ao abrigo do artigo 485.º, n.º 1 do CC vigora o princípio de que não é responsável aquele que providenciar uma simples indicação, informação ou conselho fundado num dever ou ato de trato social, a não ser que haja dolo. Todavia, o artigo 485.º, n.º 2 do CC prevê situações em que existe *de jure* um dever em prestar informações sob pena de haver responsabilidade civil, mesmo que a omissão de informação ou prestação de informação deficiente e incompleta tenha sido feito a título negligente.

⁽¹⁶²⁾ Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. I, das Sociedades em Geral –*, Almedina, Coimbra, 2.ª ed., 2007, p. 662

comercial, só funciona através de uma rede de informação intrincada, onde todas as pessoas a ela afetas, colaborem por forma a que sejam tomadas decisões de maneira esclarecida.¹⁶³

Dentro deste pano de fundo, no âmbito do *Título IV - Sociedades anónimas, Capítulo III – Direito à informação*, interessa-nos apenas *As informações preparatórias da assembleia geral*, regulado pelo artigo 289.º Não será tratado o direito mínimo à informação (cfr. artigo 288.º), o direito a informação em assembleia geral (cfr. artigo 290.º), o direito coletivo à informação (cfr. artigo 291.º) e nem o inquérito judicial (cfr. 292.º).

II. O direito de informação preparatória à assembleia geral tem levantado inúmeras dificuldades, e seria um desvio ao tema central do nosso estudo absorver todos esses problemas. Destarte, demonstra-se com particular importância, articular o direito de informação preparatória à assembleia geral (cfr. 289.º) com o mecanismo de eleição isolada (artigo 392.º, n.º 1 a 5), porque é através do dever de prestar informação sobre os nomes e currículos dos candidatos, que todos os acionistas passam a conhecer o perfil dos concorrentes.

III. Na sua base, o direito de informação preparatória à assembleia geral dos acionistas implica a consulta de documentos, pressupondo uma convocação de assembleia geral. Durante os 15 dias anteriores à data da assembleia geral devem ser disponibilizados aos acionistas elementos relevantes para que eles possam formar completamente a sua vontade sobre os assuntos constantes na ordem do dia. (cfr. artigo 289.º, n.º 1). Assim, encontrando-se incluída na ordem do dia a eleição para membros dos órgãos sociais, devem estar disponíveis «*os nomes das pessoas a propor, as suas qualificações profissionais, a indicação das atividades profissionais exercidas nos últimos cinco anos, designadamente no que respeita a funções exercidas noutras empresas ou na própria sociedade, e do número de acções da sociedade de que são titulares;*» (al. d)).

IV. Portanto, no âmbito das regras especiais de eleição, uma leitura do n.º 6 e 7, do artigo 392.º, leva-nos a concluir que a alínea d), do n.º 1, do artigo 289.º é inaplicável ao

⁽¹⁶³⁾ “Em termos amplos o direito á informação comporta a possibilidade de aceder ao conhecimento de factos, situações e circunstâncias, sem especial consideração dos instrumentos através dos quais se materializa o acesso, nem das causas ou iniciativas que conduzem ao resultado.” Cfr. LABAREDA, JOÃO; *Direito à informação*, (in) *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2.ª reimpressão, 2008, p. 120

mecanismo de eleição pelos vencidos.¹⁶⁴ Isto porque, os acionistas minoritários titulares de pelos menos de 10% do capital social, votando contra a proposta que fez vencimento, podem, na assembleia geral em que a lista da maioria foi aprovada, designar pessoas para o órgão de administração sem a intervenção e sem o assentimento dos acionistas majoritários; não fazendo qualquer sentido aplicar a alínea d), do n.º 1, do artigo 289.º para tutelar o direito à informação das maiorias.

Os minoritários executando a técnica de designação pelos vencidos, estão a acionar um direito potestativo,¹⁶⁵ que se materializa após a decisão da maioria que aprovou uma lista de candidatos à gestão social. Não concordando com essa lista, os minoritários podem reagir contra essa deliberação eletiva, fazendo substituir o último administrador que figure na lista da maioria por um administrador indigitado por aqueles. Ou seja, só no desenlace da assembleia geral eletiva, é que os minoritários tomam posição sobre a deliberação da maioria,¹⁶⁶ pondo em ação o seu direito *ex post* a designar administradores. Não tendo os acionistas das minorias interesse em reagir preventivamente face à eleição de administradores, não se coloca em questão o depósito de documentos da al. d), do n.º 1, do artigo 289.º

V. Quanto ao mecanismo de eleição isolada o âmbito de aplicação da alínea d), n.º 1, artigo 289.º tem oferecido algumas ductilidades. RAUL VENTURA¹⁶⁷, considera que sendo a Lei é omissa quanto à tempestividade da propositura de candidatos pelas minorias em harmonia com o mecanismo de eleição isolada (artigo 392.º, n.º 1 a 5), a solução deveria filiar-se por via da possibilidade de os acionistas minoritários apresentarem propostas até à entrada do respetivo ponto da ordem de trabalhos.

(¹⁶⁴) Cfr. VENTURA, RAUL; *Novos Estudos Sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Colectivo - Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão de 1994, p. 143. Cfr. SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito dos Acionistas à Informação*, Almedina, Coimbra, 2008, p. 285

(¹⁶⁵) Cfr. *Infra*, 6.4, § 6, p. cap. III, 86-93

(¹⁶⁶) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 286

(¹⁶⁷) Cfr. VENTURA, RAUL; *ob., cit.*, p. 141

PAULO OLAVO E CUNHA^{168/169}, advoga que a redação da referida alínea é o produto de reformas deficientes. Independentemente de as listas serem apresentadas ao abrigo das regras gerais ou das regras especiais, não faz sentido inibir a proposição de listas, se os candidatos não forem conhecidos até 15 dias antes de assembleia geral, até porque nada impede que surjam novas propostas ou alterações no decurso da própria assembleia geral. Acompanhando o raciocínio do autor é desejável que os candidatos sejam conhecidos no prazo de 15 dias antes da assembleia, mas nem por isso o processo eleitoral fica inquinado se o prazo for inobservado.

De outro lado, SOFIA RIBEIRO BRANCO^{170/171}, entende que não existe qualquer omissão legal, dado que o legislador não distinguiu a eleição de administradores de acordo com as regras gerais ou especiais de eleição. Mais ainda, a autora defende que o efeito surpresa não é desejável, e que todos os acionistas com direito de voto vão manifestar a sua posição quanto às listas em cima da mesa, sendo que, se considerarmos que os acionistas minoritários podem apresentar as listas até à abertura do respetivo ponto da ordem de trabalhos, o direito de informação da maioria é coartado.

VI. A nossa tomada de posição, filia-se na tese, de que as listas a apresentar segundo o mecanismo de eleição isolada, devem estar disponíveis para consulta dos outros acionistas até ao 15.º dia antes da realização da respetiva assembleia. Isto quer dizer, que a partir do momento em que forem conhecidos os assuntos que estarão incluídos na ordem do dia, se

⁽¹⁶⁸⁾ Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E *Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, reimpressão da 5.ª edição, 2016, p. 354*

⁽¹⁶⁹⁾ No mesmo sentido que PAULO OLAVO E CUNHA, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS sustenta “*Pela nossa parte, consideramos que a al. d) se aplica... quando se pode aplicar: só se aplica se já foram entregues na sociedade propostas para a eleição em causa. Não parece que o preceito impossibilite a apresentação de propostas no decurso da própria assembleia. Isso poderia ser prejudicial para o interesse da sociedade.* Cfr. MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL; *Código das Sociedades Comerciais em comentário, Volume VI, IDET, Almedina, 2013, p. 198*

⁽¹⁷⁰⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 286*

⁽¹⁷¹⁾ Apesar de não fazer nenhuma distinção entre minorias e maiorias, PEREIRA DE ALMEIDA, parece defender que incorrem sobre as duas fações, o dever de apresentar listas até ao 15.º dia antes da realização da assembleia geral. Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º, 2013, p. 476.* Do mesmo modo MENEZES CORDEIRO. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial –, Almedina, Coimbra, 3.ª ed., 2014, p. 831.*

estiver em causa a designação de administradores, deverão ser facultados todos os elementos constantes na alínea d), n.º 1, artigo 289.º aos acionistas majoritários. A mesma regra, será oponível à maioria e à minoria¹⁷², sendo apenas diferente a ordem pela qual as listas são votadas: em primeiro lugar as listas dos acionistas minoritários que reúnam entre 10% a 20% do capital social, e depois as listas a votar à luz do princípio maioritários.

Para além disso, seguindo esta tese, temos que operar uma interpretação extensiva do n.º 5 do artigo 392.º. Mais explicitamente: para além da parte final da referida norma «*salvo se não forem apresentadas as referidas listas*», a assembleia pode deliberar a designação de administradores segundo o princípio maioritário, se as listas a apresentar pelos minoritários não forem apresentadas tempestivamente até 15 dias antes da data da realização da assembleia geral.

Deste modo, podemos estabelecer um limite à tutela *ex ante* dos acionistas minoritários, pois perante um confronto de dois direitos (*o direito da minoria à designação de administradores vs. direito da maioria à informação*), os acionistas minoritários não são afastados arbitrariamente do processo eleitoral. Simplesmente por não apresentarem oportunamente os nomes dos candidatos, precluiu-se o seu direito de propor uma lista.

VII. Em suma, defendemos que os acionistas minoritários que reúnam entre 10% a 20% do capital social devem apresentar as listas com os elementos constantes na alínea d), n.º 1, artigo 289.º até ao 15.º dia antes da assembleia, sob pena de as listas não terem de se sujeitar a votação. Para tanto, o intérprete deve fazer uma leitura extensiva do n.º 5, artigo 392.º, alargando o seu âmbito, para a hipótese de as listas a apresentar pelo mecanismo de eleição isolada não serem apresentadas tempestivamente. Por este lado, perspectivamos que o direito de informação da maioria é um limite à tutela *ex ante* dos acionistas minoritários a designar administradores.

⁽¹⁷²⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 286

6.3 O mecanismo de designação pelos vencidos – n.º 6 e 7 do artigo 392.º

A - O mecanismo de designação pelos vencidos e a tutela *ex post* dos acionistas minoritários

I. O segundo mecanismo previsto pelas regras especiais de eleição tem assento no n.º 6 e 7 do artigo 392.º, e por meio dele, os acionistas minoritários podem reagir perante a designação de administradores, desde que reúnam pelo menos 10% de capital social.¹⁷³

Não se trata agora da apresentação prévia de uma lista de candidatos para o órgão de administração sujeita a sufrágio por os acionistas da maioria, trata-se sim, de um direito potestativo¹⁷⁴ conferido às minorias, que reagindo contra a votação da maioria, podem *strictum sensum*, designar administradores para a gestão social da sociedade anónima.

Desta forma, uma minoria insatisfeita com os nomes que vão compor o órgão de administração, pode votar contra a eleição da maioria, e se reunir 10% do capital social, tem o direito de designar um administrador.

Esta faculdade, afigura-se como um direito potestativo, porquanto os acionistas minoritários, desde que votado contra a proposta que tenha feito vencimento e reunindo 10% do capital social, podem unilateralmente, produzir um efeito jurídico que vai modificar o resultado da votação segundo a regras gerais de eleição.¹⁷⁵

A este propósito, à que salientar que os administradores eleitos pelos minoritários não acrescem aos que foram indigitados pela maioria, a II parte, n.º 7 do artigo 392.º prevê a substituição automática das pessoas menos votadas ou a que figure no último lugar da lista vencedora.¹⁷⁶

⁽¹⁷³⁾) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração*, (in), *O Direito*, ano 136, 2004, IV, p. 730

⁽¹⁷⁴⁾ Cfr. CÂMARA, PAULO; *Introdução: Designação de Administradores e Governo das Sociedades*, (in) *A Designação de Administradores (Col.) GovernanceLab, Almedina, Coimbra, 2015, p. 23*

⁽¹⁷⁵⁾ Entendemos que a natureza jurídica do mecanismo de designação pelos vencidos repousa no direito num potestativo, na medida que aos minoritários é concessionado um poder capaz de produzir efeitos jurídicos que se impõe à contraparte. Pelo que, os maioritários encontram-se numa posição de sujeição face aos minoritários pelo mero exercício do n.º 6 e 7 do artigo 392.º que vai alterar inelutavelmente a lista apresentada pelos maioritários, na medida que o candidato que figurar em último lugar vai ser substituído pelo administrador indigitado pelos acionistas da minoria. Cfr. PINTO, CARLOS MOTA; *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, Coimbra, 4.ª ed.º, 2012, p. 183

⁽¹⁷⁶⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 730

B - Pressupostos de aplicação

I. Como forma de tutela *ex post* dos acionistas minoritários, o mecanismo de designação pelos vencidos acha-se temporalmente depois da eleição de administradores segundo as regras gerais de votação. Assim como condição *sine qua non*, os minoritários têm em primeiro lugar de votar contra a proposta que fez vencimento na votação geral, sob pena de não poderem designar administradores.

Ao contrário do mecanismo de eleição isolada, os acionistas minoritários não têm forçosamente de atuar em grupo¹⁷⁷. Podem, se a votação que resultar da maioria não for do seu agrado, reagir isoladamente ou em conjunto.

Com a alteração do CSC através do Decreto Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, foi realizada uma alteração legislativa que alargou o campo de aplicação a do n.º 7 do artigo 392.º, que em vez de se reportar apenas ao mecanismo de designação pelos vencidos passou também a abranger o mecanismo de eleição isolada. Aparentemente prevendo, que em ambos os mecanismos, os acionistas minoritários podem eleger administradores que irão substituir automaticamente os nomes menos votados ou que figurem nos últimos lugares da lista da maioria, desde que votado contra a proposta que tenha feito vencimento.

Acompanhando de perto a crítica de COUTINHO DE ABREU¹⁷⁸, MENEZES CORDEIRO¹⁷⁹ e PAULO BANDEIRA¹⁸⁰, a alteração legislativa deu lugar a uma lacuna, não fazendo qualquer sentido aplicar esta norma ao sistema de eleição isolada. Neste sistema, os administradores eleitos pelos acionistas minoritários são designados antes da votação da maioria, não havendo eleição anterior em que os minoritários “*tenham votado contra a proposta que fez vencimento*”.

Todavia, ARMANDO TRIUNFANTE¹⁸¹, defende que a remissão do n.º 7 do artigo 392.º para os dois mecanismos de designação dos acionistas minoritários não é totalmente

⁽¹⁷⁷⁾ Cfr. *Infra*; 6.2; § 6; Cap. III; p. 72-84

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (cord.) Menezes Cordeiro, anotação ao artigo 392.º, Almedina, Coimbra, 2014, p. 682

⁽¹⁷⁹⁾ Cfr. BANDEIRA, PAULO; *ob. cit.*, p. 83.

⁽¹⁸⁰⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2.ª ed.º, 2010, p. 80.

⁽¹⁸¹⁾ Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *Código das Sociedades Comerciais Anotado (Anotações a Todos os Preceitos Alterados)*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 380

incompatível, podendo o n.º 7 do artigo 392.º absorver o mecanismo de eleição isolada, se admitirmos ser possível a cumulação com o mecanismo de designação pelos vencidos, na mesma assembleia.

Apesar de também defendermos que o mecanismo de designação pelos vencidos pode ser cumulado com o mecanismo de designação pelos vencidos, entendemos que tal justificação é motivada pela autonomia estatutária que os acionistas têm neste âmbito. Quanto à remissão que o n.º 7 do artigo 392.º parece prever, achamos que o legislador não soube expressar-se da melhor forma. Assim, o intérprete deve fazer uma interpretação restritiva do n.º 7 do artigo 392.º, de modo a não se criarem situações paradoxais, na exata medida que, o espaço de aplicação da norma supramencionada se deve reduzir ao sistema de eleição pelos vencidos, pois só este sistema, permite que os administradores designados pelos acionistas minoritários substituam automaticamente os nomes dos candidatos que figurem nos últimos lugares da lista da maioria (artigo 392.º, n.º 7, *in fine*)¹⁸²

II. Em segundo lugar, os acionistas minoritários podem eleger pelos menos um administrador para o órgão de gestão. Destarte, a dificuldade deste segundo pressuposto tem que ver com a ausência de um número ou um parâmetro máximo de administradores a eleger pelos minoritários, tal como o mecanismo de eleição isolada que estabelece o direito em eleger administradores até um terço do órgão de gestão. A segunda regra especial de eleição apenas estabelece um limite mínimo de um administrador, cabendo aos estatutos prever um limite máximo de administradores a indigitar. Todavia, deve-se ter atenção que o limite máximo não pode subverter o princípio maioritário, exigindo-se que a maioria de administradores seja eleita pelos acionistas com a maior percentagem de capital social. Neste sentido, deverá ser conservado o princípio maioritário, na justa medida que à maioria de capital deverá corresponder proporcionalmente maior poder decisório, dado que o risco de capital também é maior.¹⁸³

Não poderá, por exemplo, haver um órgão de administração composto por cinco administradores: em que quatro são designados pelos minoritários representativos de 10% do capital social e o outro membro designado pelos acionistas da maioria.¹⁸⁴

⁽¹⁸²⁾ Cfr. *Supra*, 1.5, 1, § 1, p. 21

⁽¹⁸³⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 731

⁽¹⁸⁴⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 731

III. O terceiro requisito está subordinado à formação da minoria, desde que represente pelo menos 10% do capital social. Alguma doutrina tem admitido que os estatutos poderão elevar os 10% para um limite mínimo mais elevado, desde que não desvirtue o exercício do direito. Não se aceitando cláusulas que elevem indiscriminadamente o limite mínimo para um valor inacessível pelas minorias.¹⁸⁵

Pensamos que não foi isso que o legislador teve em mente. O cuidado da *mens legislatoris* ao utilizar a expressão «contanto, que essa minoria represente, pelo menos, 10% do capital social», deve-se ao facto, de, por comparação ao mecanismo de eleição isolada (que define um limite mínimo de 10% e um limite máximo de 20%) o legislador querer assegurar que os minoritários tenham apenas de ser titulares apenas de um lote mínimo de capital social votante. Ou seja, o que o legislador quis salvaguardar, foi que o mecanismo de designação pelos vencidos, só está sujeito a um limite mínimo de capital social, no caso, 10%.¹⁸⁶

Do mesmo modo, aumentar o limite mínimo de 10% tornaria ainda mais difícil o acesso das minorias à administração. Imagine-se, por exemplo os estatutos de uma sociedade aberta determinarem que os acionistas que votem contra a proposta da maioria na deliberação que diga respeito à eleição de administradores, têm de representar 25% do capital social. Seriam irrisórias as hipóteses de um minoritário poder eleger administradores. Sobretudo quando existem vozes que clamam a diminuição dos 10% nas sociedades abertas.¹⁸⁷

Com efeito, qualquer cláusula que estabeleça um limite mínimo superior aos 10% deve ser tida como inválida.

C - O processo eleitoral do mecanismo de designação pelos vencidos

I. A tramitação procedimental do mecanismo de designação pelos vencidos, pode revestir de uma malha de grande complexidade, quando sejam apresentadas, pelo menos, duas listas de candidatos pelos minoritários desavindos. Nestes termos, apesar de os diferentes grupos de minoritários terem votado contra a proposta da maioria, pode hipotetizar-se que não há lugar para todos os diferentes grupos minoritários. Só a lista (ou listas) vencedora de uma

⁽¹⁸⁵⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 731

⁽¹⁸⁶⁾ Cfr. BANDEIRA, PAULO; *ob., cit.*, p. 75

⁽¹⁸⁷⁾ Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas - Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Minoria -*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 291

segunda votação composta apenas pelos acionistas minoritários é que fará entrar os administradores para os lugares reservados para as minorias.

Se assim não fosse, admitindo o exemplo de um órgão de administração composto por 5 administradores, em que o sufrágio dos novos administradores é aprovado com 51% de votos e rejeitado por 49% dos votos; se estes últimos exercerem disjuntivamente o direito previsto pelo n.º 6 do artigo 392.º, formar-se-iam três fações de minoritários, cada um deles com 10% da capital social e cada um deles com o direito de ser representado na administração.¹⁸⁸

Isto desvirtuaria o princípio maioritário, dado que os acionistas da maioria teriam menos administradores (dois) que as três fações da minoria (que designavam três administradores).

II. Apesar de a Lei não fornecer ferramentas para resolver este problema, se as diferentes fações minoritárias, votaram contra a lista da maioria, abre-se a dianteira para um novo sufrágio, que será apenas participado pelas diferentes fações minoritárias, representativas de pelo menos 10% do capital social. Isto é, apresentadas listas alternativas e autónomas, por cada um dos minoritários que tenham votado contra a deliberação da maioria, será conferido a faculdade de proceder a uma eleição entre eles, para decidir qual ou quais os minoritários que vão ser representados no órgão de administração.¹⁸⁹

III. Outra dificuldade que pode sobrevir do mecanismo de designação pelos vencidos relaciona-se com a sua natureza imperativa. Se uma sociedade aberta ao capital público ou participada pelo Estado ou outra entidade a ela equiparada não prever estatutariamente nenhum mecanismo de representação de acionistas minoritários no órgão de administração, a Lei perante o silêncio estatutário, manda aplicar injuntivamente o mecanismo de designação pelos vencidos (n.º 8 do artigo 392.º). Isto pode levantar algumas dificuldades ao Presidente de Mesa, que na falta de uma previsão estatutária, deverá de encontrar uma solução no momento.

Não obstante, haver ou não previsão, que determine a designação pelos vencidos, repisando a reflexão de MENEZES CORDEIRO¹⁹⁰, o Presidente de Mesa poderá alternativamente:

- a) recorrer a votação reservada;

⁽¹⁸⁸⁾ Cfr. NETO, ABÍLIO; *Código das Sociedades Comerciais – Jurisprudência e Doutrina, Ediforum, 2007, p. 541*

⁽¹⁸⁹⁾ Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado, (cord.) Menezes Cordeiro, anotação ao artigo 392.º, Almedina, Coimbra, 2014, p. 684*

⁽¹⁹⁰⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Código das Sociedades Comerciais em comentário, Volume VI, IDET, Almedina, 2013, p. 251*

b) havendo votos expressos e válidos contra a lista eleita num montante que atinja 10% do capital social, proceder a um intervalo para que surjam propostas apresentadas pela “minoría” e nas quais apenas está poderá votar;

c) explicar que apenas a “minoría” poderá propor e votar, na eleição dos vencidos; (d) explicar os requisitos que devem ter os administradores a eleger;

e) mandar escrutinar (o que em regra só *à posteriori* é possível) os votos, de modo a ratificar que apenas os vencidos participaram na votação.

Acrescentamos ainda que, como impõe o n.º 6 do artigo 392.º, a designação pelos vencidos tem de ocorrer «*na mesma assembleia*» que a votação de administradores segundo as regras gerais de eleição. Contudo, poderá a própria assembleia, suspender os trabalhos até 90 dias (n.º 1 e 2 do artigo 387.º), o que é perfeitamente possível uma vez que estamos a falar da mesma assembleia, só que nesta situação, as duas votações vão ocorrer em sessões diferentes.

Esta via é compreensível, porque os acionistas minoritários votando contra a proposta vencedora, podem não ter uma lista de administradores para apresentar, e o intervalo pode até não ser suficiente. A suspensão dos trabalhos, vai permitir que os minoritários, que reúnam os pressupostos do n.º 6 do artigo 392.º, possam diligenciar sobre quem vai integrar a sua lista na próxima sessão.

IV. Como já vimos, os administradores eleitos pelos acionistas minoritários substituem automaticamente as últimas pessoas que figurem nos últimos lugares da lista da maioria. Pode-se, todavia, perguntar, se os minoritários podem designar os nomes dos candidatos que figurem nos últimos lugares? Respondeu-se pela positiva num caso curioso.¹⁹¹

Em assembleia geral de sociedade composta por capitais públicos, a lista composta por cinco candidatos para o conselho de administração apresentada pelo acionista da maioria, *Águas de Portugal*, que detinha 67,7% das ações, foi aprovada com os votos desta. Contra, votaram todos os outros acionistas, constituído por onze municípios, em que três eram de uma determinada cor política, detentores de 15,8% de ações, e os outros oito, eram de outra associação partidária, com cerca de 16,4% das ações. Os minoritários tinham em concurso, só um lugar para a administração, e as duas fações minoritárias não se entendiam quanto ao nome a apresentar. A fação minoritária composta por oito municípios propôs a pessoa que figurava no último lugar na lista que obtivera vencimento e o grupo dos três propôs outra pessoa. Venceu

⁽¹⁹¹⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE *ob., cit.*, p. 252

como esperado a proposta do bloco dos oito municípios. Foi, então, designado administrador uma pessoa contra a qual todos os minoritários rejeitaram, e que segundo a Lei deveria ser automaticamente substituído por um outro administrador alternativo. O Acórdão da Relação de Coimbra, vem dizer que a Lei não tem em conta a pessoa concreta, mas sim os poderes ou o estatuto de que fica investida a pessoa eleita por minoritários.¹⁹²

Além de ser discutível a licitude de todos os minoritários elegerem um administrador contra ao qual tinham rejeitado na votação segundo as regras gerais de designação, cremos que deliberação configura uma situação de abuso de minoria, dado que o bloco minoritário de oito municípios apenas quis que o outro grupo minoritário não elegeesse um administrador da sua confiança. Se os últimos candidatos da lista da maioria mereciam a confiança do bloco de oito municípios, este deveria ter votado a favor da maioria. Mas se mesmo assim votou contra, então deveria deixar o caminho livre para o outro bloco minoritário.¹⁹³

V. Finalmente, cumpre deixar um último apontamento para dizer o seguinte. Não existe um dever imputável aos acionistas minoritários para designarem uma pessoa para a administração. Eles não têm de propor o nome de quem quer que seja, nem de votar a favor desses nomes. Como consequência, isto quer significar que a eleição minoritária pode ficar deserta por falta de candidatura ou candidatura válidas.¹⁹⁴

6.4 A contagem do capital social e as regras especiais de eleição.

I. O exercício do direito para designar administradores pelos acionistas minoritários é conferido pelo artigo 392.º do CSC. Como consta na norma, os acionistas minoritários devem apenas ser titulares de participação social dentro dos limites dos dois sistemas que aí veem contemplados. A primeira modalidade – *mecanismo de eleição isolada* (cfr. n.º 1 a 5 do artigo 392.) – determina que a eleição de administradores só poderá se tornar efetiva se os acionistas atingirem pelo menos 10% do capital social e não ultrapassarem 20% do capital social; a

⁽¹⁹²⁾ Ac. Da RC de 30/11/2004 (in) <http://www.dgsi.pt/jtrc.nsf/c3fb530030ea1c61802568d9005cd5bb/99fb9658626097e180256f8d00535690?OpenDocument>

⁽¹⁹³⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *ob., cit., p. 253*

⁽¹⁹⁴⁾ Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, comentários ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão da edição de 1992, p. 764*

segunda modalidade – *sistema de designação pelos vencidos* (artigo 392.º n.º 6 e 7) – reconhece o poder de representação dos acionistas minoritários no órgão de gestão, se uma minoria de acionistas que atinga pelo menos 10% do capital social vote contra a lista vencedora.

Coloca-se então com propriedade, a questão de saber como se contabiliza o capital social para determinar os lotes de participação necessários para o exercício de tal direito.

II. Por isso, um dos problemas nevrálgicos sobre o regime das regras especiais de eleição versa sobre apuramento do capital social, onde se questiona se se deve tomar em linha de conta apenas o capital circulante ou também as regras estatutárias que moldam o capital social. Por conseguinte, assumem especial acuidade as ações próprias, ações preferenciais sem direito de voto, e as ações ordinárias temporariamente sem direito de voto. Cada uma delas será percorrida a fim de observar se as categorias de ações enunciadas influenciam a contabilização do capital e em que termos.

As ações como títulos que dão corpo a parte do capital social, pertencente a cada um dos acionistas, pode influenciar o grau de participação na gestão da sociedade, sendo que unanimemente é aceite pela doutrina, que as ações das sociedades anónimas são um conceito polissémico correspondendo a um “*complexo de direitos e deveres que exprimem a condição de sócio*”¹⁹⁵, relativamente à qual, para a devida contabilização do capital, devemos perspetivá-la pela bitola da “*ação-participação*”

A - Ações próprias

I. As ações próprias correspondem a uma “*situação de titularidade anómala*”¹⁹⁶, pois são transmitidas participações sociais para a própria sociedade, havendo uma confusão sobre quem emite as ações e a pessoa titular. Por princípio, a sociedade não pode subscrever ações próprias, apenas podendo adquiri-las e deter ações dessa categoria nas condições especialmente previstas na lei (n.º 1 do artigo 316.º) e que se encontram enumeradas taxativamente no artigo 317.º

⁽¹⁹⁵⁾ Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2.ª ed.º, p. 141 e 142

⁽¹⁹⁶⁾ Cfr. LABAREDA, JOÃO; *Das ações das sociedades anónimas*, Lisboa, AAFDL, 1988, p. 79

Atento ao sobredito, não podemos deixar de fazer nota sobre os perigos que a aquisição de ações próprias pela sociedade pode acarretar. A doutrina¹⁹⁷ tem apontada para perigos que podem enfraquecer o património social, dado que saem bens da sociedade que não são compensados com novas entradas. De outro lado, a titularidade de ações próprias poderá conduzir a alterações no funcionamento dos órgãos sociais, o que não se verificará se às ações próprias não for atribuído o direito de voto.¹⁹⁸ Acresce ainda, que a aquisição de ações próprias pode servir como instrumento de manipulação do valor líquido das ações.

II. A estrutura da categoria de ações próprias levantaria a questão sobre quem recai a titularidade de exercício dos direitos de voto. Ora, a resposta só poderia ser uma: o órgão de administração da sociedade que a vincula e representa, exercendo aparentemente também o direito de voto sobre a designação dos membros para o órgão de gestão. Deste modo, seria patente o desequilíbrio e fragilidade da relação de independência dos administradores face à sociedade. Para contornar este problema, o legislador entendeu que deveria operar *ipso iure* o mecanismo de suspensão de direitos de ações próprias (artigo 324.º) dispondo que, em princípio, todos os direitos inerentes às ações próprias encontram-se suspensos, em particular o direito de voto a exercer na assembleia geral, o que se configura como um impedimento legal para efeitos do n.º do artigo 386.º

III. Ao contrário das ações preferenciais sem direito de voto que mais adiante veremos, os direitos inerentes das ações próprias encontram-se suspensos, sendo que, quanto à matéria de representação de minorias no órgão de administração, de acordo com a posição manifestada por SOFIA RIBEIRO BRANCO¹⁹⁹ a administração não poderá exercer o direito de voto em nome da sociedade enquanto detentora de ações próprias, por decorrer expressamente da al. a), n.º 1 do artigo 324.º

Como a autora refere dentro do sistema de designação de administradores do CSC a solução preconizada deve ser a aplicação uniforme à “*Designação*” (artigo 391.º) e às “*Regras Especiais de Eleição*” (artigo 392.º) de administradores.

(¹⁹⁷) Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Curso de Direito Comercial, Vol. II – Das Sociedades – Almedina, Coimbra, 5.ª ed.º, p. 355*

(¹⁹⁸) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração, (in), O Direito, ano 136, 2004, IV, Almedina, Coimbra, p. 737*

(¹⁹⁹) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 738*

Por conseguinte, a não aplicação por via analógica do artigo 386.º, n.º 5 ao sistema de designação das minorias poderia fazer surgir uma discriminação não postulando um tratamento paritário entre os acionistas: é que, contabilizando as ações próprias para calcular a percentagem de capital social exigido para as minorias e não para as maiorias, teríamos uma situação de desigualdade injustificável e incoerente, em que aumentaríamos o número de ações para a formação da minoria sem ser acompanhado por uma majoração equitativa do número de ações da maioria. A autora dá o exemplo para o sistema de eleição isolada em que *«se contabilizarmos as ações próprias para efeitos de representatividade do capital quanto à formação de minorias e não contabilizarmos essas ações para os mesmo efeitos quanto à formação de maiorias poderá ocorrer que, numa sociedade com 1000 ações em que cada ação representa 1 voto, em que a sociedade detém 100 ações próprias e em que se encontra estipulado no pacto social que a eleição de administradores em Assembleia Geral só pode ser aprovada se tiver reunida uma maioria de 2/3 do capital social, estabelecendo-se para os minoritários o direito de elegerem administradores ao abrigo dos n.º 1 a 5 do artigo 392.º, descontando-se as ações próprias para contabilizar a percentagem do capital social para os maioritários elegerem administradores, são necessários 600 votos (2/3 de 900) para formar a maioria necessária para tal eleição, em vez dos 667 que seriam exigidos se fossem consideradas as ações próprias.*

Por seu turno, para os minoritários apresentarem listas no âmbito das regras especiais de eleição prevista nos n.º 1 a 5 do artigo 392.º, seria necessário reunir 100 votos em vez de 90 se não fossem contabilizadas as ações próprias.»²⁰⁰

E quanto à contabilização do capital social para o sistema de eleição pelos vencidos diz *“ (...) na segunda regra especial de eleição em situação idêntica à hipotizada supra, o resultado seria que, mais uma vez, descontando as ações próprias para contabilizar a percentagem do capital social para os maioritários elegerem administradores seriam necessários 600 votos em 900 para formar a maioria necessária para tal eleição, em vez dos 667 que seriam exigidos se fossem consideradas as ações próprias, mas, na mesma Assembleia, seriam necessários 100 votos contra 1000 (dos 900 em causa para a formação da maioria...) para a minoria poder eleger membros para o Conselho de Administração.”²⁰¹*

A impossibilidade de contabilização das ações próprias no caso do sistema de designação pelos vencidos encontra apoio no facto desta regra se manifestar como consequência

⁽²⁰⁰⁾ Cfr. SOFIA RIBEIRO BRANCO, *ob., cit.*, p. 739-740

⁽²⁰¹⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 740

direta do exercício do direito de voto na assembleia geral, o qual não é, em momento algum conferido às ações próprias. É que o exercício do direito de designação dos administradores pela minoria vencida pressupõe a contagem de votos emitidos, sendo que as ações próprias não podem contar para os votos emitidos pura e simplesmente porque a estas não é atribuído direito de voto. Repare-se, não está em causa a formação do *quórum* constitutivo ou deliberativo para o cômputo do capital social, mas sim uma percentagem que engloba os votos já emitidos. Uma vez que às ações próprias não é atribuído direito de voto, as mesmas não poderão ser contabilizadas para o cálculo do capital social do sistema de eleição direta.²⁰²

IV. Em síntese, como refere a autora, as ações próprias não devem em nenhuma circunstância ser contabilizada para efeitos de contabilização do capital social necessários para eleger administradores. No caso das maiorias essa inibição decorre *ex lege* do n.º 5 do artigo 386.º, no caso das minorias deverá ser aplicado por via analógica como dita o n.º 1 e 2 do artigo 10.º do Código Civil. O recurso à analogia justifica-se como preenchimento de lacunas que se justifica por uma razão de coerência normativa ou de justiça relativa.²⁰³

B - Ações preferenciais sem direito de voto

I. A criação de ações preferenciais sem direito de voto remonta ao Séc. XIX nos E.U.A., mais especificamente no ano de 1836, onde algumas empresas dos Estados de “*Maryland*” e “*Virginia*” para levar a cabo as grandes obras públicas no pós Guerra Civil, procuravam estimular a entrada de capitais próprios para as empresas através das “*Preferred Stocks*” – ações preferenciais sem direito de voto –; dado que a forma clássica de financiamento, mostrava-se esgotada e inviável para garantir a sustentabilidade das empresas que tinham que

⁽²⁰²⁾ No mesmo sentido Cfr. BANDEIRA, PAULO; *A Designação de Administradores por Acionistas Minoritários*, (in) *A Designação de Administradores*, (Col.) *Governance Lab*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 79. Em sentido contrário, e numa posição que não é esclarecedora COUTINHO DE ABREU enuncia que no n.º 1 do artigo 392.º a norma se refere a “*todas as ações*” e que no n.º 6 do mesmo artigo os 10% do capital social devem ser referidos “*somente às ações com voto (somente às ações que conferem direito de voto), não a todas e quaisquer ações*” Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, Volume VI, IDET, Almedina, 2013, p. 249 e 251

⁽²⁰³⁾ Cfr. MACHADO, JOÃO BAPTISTA; *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 202

fazer um investimento considerável para construir estradas, portos e caminhos de ferro.²⁰⁴ Na Europa, as ações preferenciais sem direito de voto surgiram na Alemanha, através da Lei de 1937, como forma de entrada de capitais próprios sem alterar a estrutura de poder da sociedade. Essa função ainda hoje serve esse fim.

As ações preferenciais sem direito de voto são um valor representativo do capital próprio que oferecem um dividendo acrescido, embora limitem o direito de votar em assembleia geral²⁰⁵. Tipicamente, a sociedade tem de pagar em primeiro lugar os dividendos prioritários aos acionistas que subscreveram ações preferenciais, e só depois paga os dividendos aos acionistas comuns. Se a sociedade não pagar os dividendos prioritários, os acionistas que subscreveram as ações preferenciais, podem adquirir o direito de votar em assembleia geral.²⁰⁶

De acordo com o ordenamento jus-societário vigente em Portugal, as ações preferenciais sem direito de voto²⁰⁷ podem ser emitidas por qualquer sociedade anónima, desde que tal

⁽²⁰⁴⁾ Cfr. EVANS JR., GEORGE HEBERTON; *The Early History of Preferred Stock in the United States*, *The American Economic Review*, Vol. I, n.º 1, p. 43-58

⁽²⁰⁵⁾ Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Ações Preferenciais sem voto*, (in), *ROA*, ano 60.º, Lisboa, Dezembro de 2000, p. 1028

⁽²⁰⁶⁾ Cfr. BREALEY, RICHARD A., STEWART C. MYERS e FRANKLIN ALLEN; *Principles of Corporate Finance*, 12th edition, 2013

⁽²⁰⁷⁾ O regime jurídico das ações preferenciais sem voto foi alterado pelo Decreto Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro, onde se procurou flexibilizar e clarificar alguns dos seus aspetos. Com a entrada em vigor do Decreto Lei referenciado passou a ser possível a emissão de ações preferenciais que apenas podem ser subscritas por investidores qualificados, desde que não admitidas negociação em mercado regulamentado “ações preferenciais da nova geração” que se afastam da rigidez das ações preferenciais ditas tradicionais. As primeiras apresentam uma maior maleabilidade ao (Cfr. 342.º, n.º 4):

“a) Afastar ou regular de forma diversa do previsto no n.º 2 o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício;

b) Prever que o dividendo prioritário correspondente a exercícios em que não tenham sido gerados lucros distribuíveis seja considerado perdido;

c) Prever que as ações preferenciais se convertam em ações ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário;

d) Prever um número de exercícios sociais diverso do previsto no número anterior, mas não superior a cinco exercícios para efeitos de atribuição de direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário.”

emissão seja autorizada pelo contrato de sociedade e não exceda mais de metade do capital social (artigo 341.º, n.º 1). Às ações preferenciais sem direito de voto é atribuído um dividendo prioritário de, pelo menos 1% do respetivo valor nominal, ou na falta deste, do valor de emissão, deduzido do eventual prémio de emissão retirado dos lucros, que possa ser distribuído pelos acionistas nos termos dos artigos 32.º e 33.º, bem como o direito ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou de emissão na liquidação da sociedade (artigo 341.º, n.º 2). Em contrapartida os acionistas não usufruem do direito que para efeitos de representação do capital social, exigidas na lei, no contrato de sociedade ou nas deliberações dos acionistas (artigo 341.º, n.º5). Portanto, podemos concluir que por força do artigo 341.º, n.º 6, as ações preferenciais não são contabilizadas para efeitos de direito de voto.

Por outras palavras, aos acionistas minoritários titulares de ações preferenciais sem direito de voto não será atribuído direito de votar na deliberação eleição eletiva de administradores.

II. Contudo, apesar de o voto ser o único direito que os acionistas titulares de ações preferenciais não beneficiam, estes não ficam impedidos de exercer outros direitos sociais. No sistema de eleição isolada (n.º 1 a 5 do artigo 392.º), um conjunto de acionistas minoritários desde que titulares de ações que representem entre 10% a 20% do capital social, podem apresentar uma lista de candidatos. Na realidade, como já afirmámos²⁰⁸, o que está *subjudice* ao sistema de eleição isolada não é a faculdade de votar na assembleia geral, mas sim o direito social de apresentar uma lista de administradores pelas minorias que estejam dentro dos parâmetros de participação social exigida pelo artigo 392.º, n.º 1.²⁰⁹ Só no sufrágio das listas

No fundo, tratam-se de participações sociais que conferem menos direitos do que os tipicamente inerentes às ações preferenciais.

Já quanto às ações preferenciais sem direito de voto “*tradicionais*”, cumpre-se assinalar que a grande alteração legislativa se prende com a supressão total do direito de preferência na subscrição de aumento de capital social por entradas em dinheiro, cuja legalidade, como alguma doutrina aponta, é duvidosa (Cfr. 341.º, n.º 5). Cfr. MARQUES, ELDA; *As Recentes Alterações ao Regime das Ações Preferenciais – O Decreto Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro*, DSR, NO 7, Vol. 13, 2015, p. 246

⁽²⁰⁸⁾ Cfr., *Supra*, 6.2, § 6, cap. III, p. 76-86

⁽²⁰⁹⁾ também neste sentido Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit.*, p. 744; Cfr. CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE; *Valores Mobiliários, Conceito e Espécies, FDUCP, 2.ª ed.º, 1998, p. 114 e 115*; Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, comentários ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão da edição de 1992, p. 435 e 436*

apresentadas ao abrigo do mecanismo de eleição isolada, é que se torna relevante saber, que as ações preferenciais, não são contabilizadas para efeitos de voto.

III. No mecanismo de eleição pelos vencidos os acionistas minoritários titulares de ações preferenciais sem direito de voto, tipicamente não podem participar no processo de designação de administradores. É que o funcionamento do sistema previsto no artigo 392.º, n.º 6 e 7 opera por força do direito de voto na assembleia geral, desde que reunido 10% de capital social votante. Ou seja, para efeitos de apuramento da participação social, só se contabilizam as ações que conferem direito voto aos acionistas minoritários, desde que tenham votado contra a proposta que tenha feito vencimento na deliberação anterior.

Contudo, a sociedade pode encontrar-se numa situação de incumprimento perante os acionistas titulares de ações preferenciais. Ao não distribuir dividendos prioritários durante dois exercícios económicos, as ações preferenciais conferem direitos de voto (Cfr. artigo 342.º, n.º 3), passando estas ações, a contar para efeitos de determinação do capital social votante (Cfr. 342.º, n.º 6). Ligando o artigo 342.º, n.º 3 e n.º 6, com o artigo 392.º, n.º 6, os acionistas minoritários, credores de dividendos prioritários correspondentes a pelo menos dois exercícios económicos, podem excecionalmente indigitar administradores, desde que observados os requisitos legais do artigo 392.º, n.º 6. A propósito das ações preferenciais que concessionem a possibilidade de executar o mecanismo de designação pelos vencidos, já reafirmava RAUL VENTURA²¹⁰ “*que são excecionados aqueles direitos que necessariamente pressupõem ter o acionista já votado ou vir a votar, como direitos relativos à eleição de administradores consignados no artigo 392.º, n.º 6 e 7*”

Sintetizando, quanto ao sistema de eleição isolada, o n.º 4 do artigo 341.º tem como consequência a possibilidade de os acionistas minoritários sem direito de voto terem a possibilidade de influenciar a lista a apresentar na assembleia geral dado que a norma referenciada apenas proíbe o exercício do direito de voto não proibindo do exercício de outros exercícios sociais. Já no sistema de eleição direta os acionistas minoritários estão impossibilitados de influenciar a eleição de administradores.

⁽²¹⁰⁾ Cfr. VENTURA, RAUL; *ob., cit., p. 435*

C - Ações ordinárias temporariamente sem direito de voto

I. A partir da mora da obrigação de entrada, o acionista inadimplente está impedido de exercer o seu direito de voto (artigo 384.º, n.º 4). A *mens legislatoris* terá querido sancionar os acionistas que não realizam as entradas tempestivamente com prejuízo para o património social. Contudo, a mesma solução que se aplicou nas ações preferenciais sem direito de voto também se aplica neste caso. Atento ao que acima foi dito, a proibição que decorre do n.º 4 do artigo 384 apenas é afeta ao direito de voto não prejudicando outros direitos sociais, isto não impossibilita o acionista em mora de poder subscrever uma lista que será apresentada na assembleia geral pelos acionistas minoritários (mecanismo de designação pelos vencidos), estando apenas inibido de votar na mesma. Quanto ao mecanismo de designação pelos vencidos, visto que o artigo 384.º, n.º 4 proíbe de *iure* o exercício de voto, o acionista em mora não poderá integrar a *minoría vencida*.

II. Em conclusão, podemos aventar que quanto à contabilização do capital social para efeitos de representação das minorias no órgão de administração verificam-se situações que podem implicar o desalinhamento entre a percentagem de participação acionista e a percentagem de direitos de voto. No caso das ações próprias, estas deverão ser descontadas no capital circulante para cálculo das percentagens definidas nos sistemas de eleição isolada e designação pelos vencidos, por via analógica do artigo 386.º, n.º 5.

Quando estejam em causa ações preferenciais sem direito de voto e ações temporariamente sem direito de voto, estas não poderão ser tidas em conta para cálculo da percentagem a exercer sobre o mecanismo de designação pelos vencidos nos termos do artigo 392.º, n.º 6. Excepcionalmente, no caso das ações preferenciais, se a sociedade durante dois exercícios económicos não tiver pago qualquer dividendo prioritário, os acionistas titulares de ações preferenciais, desde que observados os requisitos do artigo 392.º, n.º 6 podem designar administradores.

Tratando-se do mecanismo de eleição isolada, os acionistas minoritários titulares de ações preferenciais sem direito de voto e ações temporariamente sem direito de voto, não estão inibidos de subscrever listas a apresentar na assembleia geral.

§ 7 A cessação de funções dos administradores eleitos pelos acionistas minoritários; em especial a substituição e a destituição²¹¹

7.1 A substituição e a cooptação de administradores designados pelos minoritários

I. A Lei não impõe que tenham de ser indicados administradores suplentes pelos acionistas, estes têm autonomia para prever nos estatutos a possibilidade de serem designados administradores suplentes até um terço da globalidade do órgão de administração (n.º 5 do artigo 390.º),²¹² onde por força da alínea a), do n.º 3 do artigo 393.º, faltando definitivamente algum administrador, procede-se à sua substituição «*pela chamada de suplentes efetuada pelo presidente, conforme a ordem por que figurem na lista submetida à assembleia geral dos acionistas.*»

No que respeita às regras especiais de eleição o legislador disciplinou a substituição de administradores eleitos pelos minoritários (n.º 10 do artigo 392.º e n.º 5 do artigo 393.º), mas no caso das regras de eleição reforçada não consagrou qualquer previsão normativa.

II. Relativamente às regras especiais de eleição, o n.º 10 do artigo 392.º depõe que no caso de o contrato de sociedade permitir a eleição de suplentes, estes serão eleitos de acordo com as regras especiais de eleição, pelo que serão eleitos tantos suplentes quantos administradores a quem as regras especiais de eleição permitem,²¹³ estatuindo o arrazoado do n.º 5 do artigo 393.º que faltando um administrador eleito segundo as regras especiais de eleição, será chamado o respetivo suplente, e não havendo suplente, proceder-se-á a nova eleição à qual se apliquem as regras especiais previstas no artigo 392.º

Problema académico que tem vindo a ser assinalado pela doutrina, prende-se com a circunstância de o órgão de administração ser composto apenas por três administradores. Relativamente ao qual, segundo o n.º 5 do artigo 390.º, apenas poderá ser eleito um suplente, o que poderá dar azo a um concurso entre a maioria e minoria para o preenchimento desse lugar.

(²¹¹) A cessação de funções de um qualquer membro do órgão de administração, antes do termo do mandato pode ocorrer por falta, destituição, renúncia ou incapacidade.(Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º., 2013, p. 476*) Para o objeto do nosso tema, e por revelar um maior interesse, iremos apenas tratar das duas primeiras modalidades.

(²¹²) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 746*

(²¹³) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 746*

Ora, por força do n.º 10 do artigo 392.º, como os administradores suplentes podem ser chamados a substituir efetivos, pretende-se que na sua eleição tenham voz os acionistas minoritários²¹⁴, extinguindo a possibilidade de os maioritários em eleger um suplente. RAUL VENTURA²¹⁵, chega a classificar esta situação como de injusta, como consequência da aplicação do n.º 10 do artigo 392.º.

Ora, seguindo este exemplo, os acionistas minoritários que indigitem um membro para o órgão de administração em aplicação com as regras especiais de eleição, poderão eleger um suplente, quer no âmbito da eleição isolada quer de acordo com o mecanismo de designação pelos vencidos. No primeiro caso, os maioritários já não poderão eleger nenhum suplente por estar esgotado o número de suplentes a designar, no segundo caso, o suplente eleito pela maioria será substituído pelo suplente que vier a ser designado pelos minoritários.²¹⁶

De qualquer forma, o n.º 5 do artigo 393.º, apenas permite que o suplente eleito pelas minorias substitua um administrador efetivo eleito através das regras especiais de eleição previstas no artigo 392.º. Nunca sendo permitido ao suplente eleito pelos minoritários substituir um administrador indigitado pela maioria. Assim, faltando em definitivo um administrador eleito pela maioria, não haverá suplente para o substituir, na medida que apenas foi eleito um suplente da confiança da minoria, o qual poderá apenas substituir um administrador efetivo indigitado pelos minoritários.²¹⁷

III. Relativamente ao circunstancialismo de o legislador não ter estabelecido nenhuma previsão sobre a substituição dos administradores da confiança dos minoritários segundo as regras de eleição reforçada (n.º 2 do artigo 391.º), tal deve-se ao facto de a maioria ter de negociar com a facção minoritária uma lista que na assembleia geral tenha possibilidade de fazer vencimento. No âmbito dessas negociações, poderão muito bem ser acordados, entre os dois lados, os nomes dos administradores suplentes.

IV. Não obstante à substituição dos administradores efetivos, o CSC prevê ainda uma outra figura – *a cooptação* – mecanismo societário utilizado com frequência pelas sociedades anónimas, que só tem lugar caso não existam suplentes para substituírem os administradores que estão em funções (al. b), n.º 3, artigo 393.º). A matriz desta figura visa salvaguardar o

⁽²¹⁴⁾ Cfr. VENTURA, RAUL; *ob.*, *cit.*, p. 527

⁽²¹⁵⁾ Cfr. VENTURA, RAUL; *ob.*, *cit.*, p. 528

⁽²¹⁶⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 747

⁽²¹⁷⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 747

funcionamento colegial do órgão de administração, justificando-se que o próprio, possa designar administradores caso não hajam administradores substitutos. Compreende-se. A gestão da sociedade não pode ficar paralisada porque os acionistas não conseguiram juntar-se em assembleia atempadamente.

Para contornar este problema, o legislador previu a possibilidade de serem os próprios administradores a elegerem por maioria simples (n.º 7 do artigo 410.º)²¹⁸ um substituto para colmatar a ausência do administrador que está em falta definitiva²¹⁹.

Pode-se dizer que, a cooptação surge assim por via de uma substituição dos administradores aos acionistas em matéria eletiva, sendo certo que após a indigitação feita pelo órgão de gestão, a cooptação está sujeita a ratificação pelos acionistas (n.º 4, artigo 393.º).

Por conseguinte, o legislador impôs uma importante restrição ao estabelecer no n.º 7 do artigo 393.º a impossibilidade de cooptação no caso de falta definitiva do administrador eleito pelos minoritários por força do efeito positivo. De outro lado, permitindo-se a cooptação do administrador eleito segundo as regras especiais de eleição, facilmente se subtraía a representação dos minoritários no órgão de administração, pois certamente os gestores eleitos pela maioria não designariam um membro que fosse da confiança da minoria.

Assim, manda o n.º 7 do artigo 393.º que havendo uma falta definitiva de um administrador eleito pelos minoritários, e não havendo suplente «*procede-se a nova eleição, à qual se aplicam, com as necessárias adaptações, aquelas regras especiais.*»

(²¹⁸) Os códigos de bom governo societário apontam para a limitação da *supermajority requirements*, evitando-se um agravamento do quórum deliberativo do órgão de administração. Cfr. Câmara, Paulo; *Código do Governo das Sociedades Anotado, (Col.) Governance Lab, Almedina, 2012, 1.4*

(²¹⁹) Tem havido alguma divergência doutrinária quanto ao sentido de *falta definitiva*. Alguns autores, entendem que a reforma de 2006, fixou normativamente o sentido de falta definitiva, passando esta a significar um certo número de faltas injustificadas. Neste sentido MENEZES CORDEIRO. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial –*, Almedina, Coimbra, 3.ª ed., 2014, p. 787 e ARMANDO TRIUNFANTE Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *Código das Sociedades Comerciais Anotado, anot. 393.º Coimbra Editora, Coimbra, p. 381*. Em sentido oposto, outros autores defendem que o compêto de faltas injustificadas surge como mais uma de entre outras hipóteses de faltas definitivas. Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º, 2013, p. 462*. Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, reimpressão da 5.ª edição, 2016, p. 723* Cfr. COSTA, RICARDO; *Os Administradores de facto das sociedades comerciais, Almedina, Coimbra, 2014, p. 434*

IV. Mas não é só no efeito positivo que existe uma limitação à cooptação de administradores eleitos pelos minoritários, somos a achar que também mediante o efeito negativo, o órgão de administração está igualmente inibido de designar administradores por cooptação. Desde logo porque pode enquadrar-se na doutrina de HOLZMULLER²²⁰ que dita que atendendo à concreta estrutura acionista e à relevância e papel do administrador em falta, pode ser exigível ao órgão de administração que devolva a palavra aos acionistas.

Tal ocorrerá, porque sendo cooptado o administrador faltoso da confiança dos minoritários, o resultado dessa substituição irá direcionar-se para ao mesmo resultado que o n.º 7 do artigo 393.º quis impedir: que os minoritários ficassem sem qualquer tipo de representação no órgão de administração.

Disto que decorre, que não é por estar ausente uma expressão legal que proíba a cooptação, que os administradores não deixam de ficar impedidos de cooptar. Conhecendo os concretos interesses dos acionistas juridicamente atendíveis, e aos deveres de lealdade previstos pelo artigo 64.º, o órgão de administração deve subtrair-se de eleger um substituto e a assembleia geral eletiva pode merecer a primazia decisória.

Seguindo muito de perto o entendimento de DIOGO COSTA GONÇALVES²²¹ «*Tal ocorrerá sempre que o exercício da cooptação - enquanto meio de obter uma nova composição do conselho de administração, sem perturbação da vida societária - não sirva o escopo que justifica a sua admissibilidade, ou cause, outrossim, uma perturbação maior no governo societário do que aquele que resultará a intervenção imediata dos acionistas.*».

Deste modo, o pensamento do autor aplicado à cooptação do administrador indigitado pelos acionistas minoritários, evidencia um desequilíbrio na distribuição de poder na *governance* da sociedade que o n.º 2 do artigo 391.º quis evitar. Pois, aquando a eleição para a administração, a minoria teve de construir um acordo com a maioria, que com a cooptação nestes moldes seria quebrado. Desta forma, os gestores abonados pela maioria escolheriam um administrador alheio à minoria.

(²²⁰) DIOGO COSTA GONÇALVES, menciona uma vasta literatura que faz mote à doutrina HOLZMULLER. Cfr. GONÇALVES, DIOGO COSTA; *A Cooptação de Administradores pelo Conselho de Administração*, (in) *A Designação de Administradores, Governance Lab*, 2015, p. 100

(²²¹) Cfr. GONÇALVES, DIOGO COSTA; *ob.*, *cit.*, p. 100

7.2 A destituição de administradores designados pelos acionistas minoritários

I. No nosso ordenamento jurídico vigora a regra da livre destituição, aliás já com longa tradição entre nós. É de ver, no que toca às sociedades anónimas, o artigo 538.º do Código Comercial de 1833, o artigo 13.º da Lei das Sociedades Anónimas de 1867 e o artigos 171.º, § único, e 172.º²²² Essa longa tradição na legislação portuguesa, praticamente torna a sua idoneidade inquestionável, e ela quase não é discutida.

II. Também os administradores eleitos ao abrigo das regras especiais de eleição podem ser destituídos sem justa causa (n.º 2 do artigo 403.º), não sendo essa destituição eficaz se contra ela tiverem votado contra, pelo menos, acionistas que representem 20% do capital social.

Neste caso, como diz RAUL VENTURA²²³, não vigora o princípio de que quem nomeia também destitui, na medida que, apesar de os administradores em causa terem sido eleitos por uma minoria de acionistas de acordo com as regras especiais de eleição previstas pelo artigo 392.º, a respetiva destituição efetuar-se-á por deliberação na assembleia geral, ainda que tal deliberação se encontre sujeita a um *quórum* deliberativo especial de 20% do capital social.²²⁴

De acordo com esta perspetiva, não concordamos com a doutrina que entende que o disposto no n.º 2 do artigo 403.º, poderá ter como resultado a maioria suportar administradores de que não gosta.²²⁵

⁽²²²⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Curso de Direito Comercial, Vol. II – Das Sociedades – Almedina, Coimbra, 5.ª ed.º, p. 573*

⁽²²³⁾ Cfr. VENTURA, RAUL; *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, comentários ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2003, reimpressão da edição de 1992, p. 504*

⁽²²⁴⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 749*

⁽²²⁵⁾ Cfr. SERENS, MANUEL NOGUEIRA; *Notas sobre a sociedade anónima, Studia Iuridica, Coimbra Editora, Coimbra, 1997, p. 70*

CAPÍTULO IV

O PRINCÍPIO DA PARIDADE DE TRATAMENTO ENTRE ACIONISTAS MINORITÁRIOS E A DESIGNAÇÃO DE ADMINISTRADORES

§ 8 A Designação de Administradores como Direito Fundamental dos Acionistas Minoritários

I. Como a assembleia geral de acionistas tipicamente não tem poderes para deliberar sobre matérias de gestão (Cfr. 373.º, n.º 2 e 3), é natural que deliberação que venha a designar administradores seja um evento da vida da assembleia geral que assuma particular importância, visto que é o momento para os acionistas se fazem representar no órgão de gestão.

II. O artigo 21.º, n.º 1, al. d) dispõe que todo o sócio tem direito *«a ser designado para os órgãos de administração e de fiscalização da sociedade, nos termos da lei e do contrato»*. Este normativo vem inserido num elenco de direitos que são imprescindíveis para os sócios, contudo a sua leitura apoiada no elemento literal pode conduzir-nos a conclusões precipitadas. Não se trata, como explica COUTINHO DE ABREU²²⁶, de um direito subjetivo propriamente dito *«(...) nem o sócio tem o poder de exigir ou pretender que seja designado, nem os outros sócios têm o dever jurídico de o designar»*.

Em regra, todo o sócio tem o direito de não ser excluído da possibilidade de ser designado para o órgão de administração e para os órgãos de fiscalização (...)

A posição que o acionista ocupa na estrutura da sociedade anónima é na realidade um *status* de sócio decomposto por vários direitos concretos, que correspondem à disponibilidade de meios jurídicos para a prossecução do fim próprio que é a situação jurídica de sócio. Não podemos, pois, concluir que todos os acionistas têm direito a serem designados para o órgão de administração.

⁽²²⁶⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Curso de Direito Comercial, Vol. II – Das Sociedades – Almedina, Coimbra, 5.ª ed.º, p. 247*

a) Em primeiro lugar, porque não têm de ser eles próprios a integrarem o órgão de administração, podendo para o efeito nomear terceiros que os representem no órgão de administração;

b) Em segundo lugar, nas sociedades anónimas o capital social pode estar disperso por centenas de acionistas. A participação de todos os acionistas nas assembleias gerais eletivas, mormente aqueles que têm uma participação ínfima, poderia conduzir à inoperabilidade da assembleia geral eletiva de administradores. Por isso mesmo, o CSC na al. a) do n.º 2 artigo 384.º permite que o contrato de sociedade corresponda um só voto a um certo número de ações, desde que sejam abrangidas todas as ações emitidas pela sociedade, cabendo a cada voto, pelo menos, € 1000 de capital. Isto é, só acionistas que tenham uma quota mínima de capital exigida pelos estatutos é que podem participar no sufrágio para o órgão de administração. Disto decorre, que só os sócios com uma percentagem mínima de capital é que têm a possibilidade de nomear administradores para a gestão social;

c) Por último, para além da votação geral para a designação de administradores, existe uma outra disponibilidade de meios que os acionistas se podem fazer valer. Falamos nas regras de eleição reforçada (cfr. artigo 391.º, n.º 2) e das regras especiais de eleição (cfr. artigo 392.º) confiadas às minorias.

III. Temos que ter em consideração que a contextualização do direito dos acionistas a designar administradores no *status* de sócio materializa-se num direito *extrapatrimonial* ou *administrativo*, por contraste aos direitos *patrimoniais* ou *económicos*²²⁷. Secundamos, portanto, o entendimento de que os primeiros, por atenderem à participação dos acionistas na estrutura de poder da sociedade assumem um cariz mais importante que os direitos patrimoniais ou económicos. Prova disso, é o ordenamento vigente para as sociedades comerciais, que no

(²²⁷) Seguimos a classificação proposta por ARMANDO TRIUNFANTE. Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas - Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Minoria* -, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 99. Contudo, existem outras distinções como as sugeridas por MENEZES CORDEIRO que atendendo à natureza do bem tutelado, divide direitos com valor patrimonial; valores que se prendem com o funcionamento da sociedade; e valores pessoais do sócio. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. I, das Sociedades em Geral* –, Almedina, Coimbra, 3.ª ed., 2011, p. 573

respeitante aos direitos de minoria qualificada, assume natureza de direito extrapatrimonial ou administrativo.²²⁸

Todos os direitos minoritários na sociedade anónima versam sobre a estrutura do poder. Podem eventualmente ter uma componente patrimonial, mas o que os caracteriza é a sua incidência sobre a tomada de decisões e, sobretudo a maior ou menor derrogação do princípio maioritário.²²⁹

IV. Do mesmo modo, o direito dos minoritários à gestão deve ser entendido, não como um direito de defesa dos acionistas minoritários contra a sociedade, numa posição de confronto, mas sim como a possibilidade de intervenção das minorias na vida da sociedade.

O interesse dos acionistas minoritários pela gestão das sociedades, parece-nos um motivo imperioso para que o CSC preveja a possibilidade de estes se fazerem representar na administração, na exata medida que é no órgão de administração que está centralizado o poder de direção e representação da sociedade que pode determinar futuro da sociedade.

IV. Por estes motivos, a fixação normativa dos artigos 391.º n.º 2 e 392.º acabam por ser um corolário do artigo, 21.º, n.º 1, al. d), salvaguardando um direito fundamental de outros acionistas, que não os do controlo, que por serem proprietários de uma participação social expressiva, podem designar administradores para o órgão de gestão da sociedade.

(²²⁸) DOMINIQUE SCHMIDT; parece referir-se a estes direitos como direitos sociais, que consistem no poder de intervir na gestão coletiva dos bens sociais: o direito é chamado de social porque ele não dá nenhuma proteção ou garantia diretas aos acionistas que o exercem, permitindo apenas intervir nos assuntos sociais para assegurar a boa gestão dos interesses de grupo do qual os seus estão em dependência. Cfr. SCHMIDT, DOMINIQUE; *Les Droits de la Minorité dans la Société anonyme, Paris, 1970, p. 37*. Utilizando a mesma terminologia, Cfr. PITA, MANUEL A.; *A Proteção de Minorias, (in) Novas Perspetivas do Direito Comercial, Almedina, Coimbra, 1986, p. 361*.

(²²⁹) Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob. cit.*, p. 99

§ 9 A estrutura monista do direito de designar administradores pelos acionistas minoritários como consequência do princípio do tratamento paritário entre acionistas

I. A maior parte dos autores que tem estudado o instituto de designação de administradores por acionistas minoritários, distribui o âmbito do instituto por categorias específicas de acionistas. Como já referimos nesta dissertação, a minoria de acionistas não é, na grande maioria das vezes, subjetivamente identificável²³⁰, a exceção, vem prevista na II parte do n.º 2 do artigo 391.º, que confere a um acionista minoritário o direito especial de vetar 1/3 de deliberação eletiva de administradores²³¹. Em todas as outras situações, sejam elas decorrente das *regras especiais de eleição* (cfr. 392.º) ou da *maioria especial* (cfr. 391.º, n.º 2, I parte) desde que observado o quociente de ações que aí vem regimentado, seja ele para eleger administradores ou bloquear a deliberação eletiva, pouco importa o tipo de acionistas que estão em causa.

II. Antes de partirmos para a exposição das teses temos que deixar assente a diferente tipologia de acionistas que se podem envolver na estrutura societária. Contudo, não obstante essa tipologia, temos a convicção que dela não subjazem razões substantivas para tratar diferentemente os acionistas.

Da crescente complexidade do mercado de capitais exige uma rigorosa profissionalização na gestão de ativos que circulam nas bolsas, surgem vários tipos de acionistas com perfis diferentes entre si. Temos em primeiro lugar uma dualidade de acionistas que se apresenta repartida por investidores empresariais e investidores financeiros.²³² E depois temos uma segunda dicotomia que decorre dos investidores financeiros, que são os investidores institucionais e investidores não institucionais.

Os investidores empresários, assumindo as vestes de acionistas de controlo²³³ empenham-se na criação de valor e riqueza para a empresa através do giro comercial. Por oposição os investidores financeiros visam rentabilizar ou aforrar os seus ativos através da valorização da sua participação na sociedade. Não podemos fazer uma cisão pura entre acionista empresário e acionista financeiro levando-nos a concluir pela evidência de que os acionistas

⁽²³⁰⁾ Cfr. *Supra*, 3.1, § 3, *cap. II*, p. 33-37

⁽²³¹⁾ Cfr. *Supra*, 5.3, § 5, *cap. III*, p. 60-73

⁽²³²⁾ Cfr. XAVIER, VASCO LOBO; *Sociedades Anónima*, (in) *Pólis*, 1986, p. 976

⁽²³³⁾ Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *ob.*, *cit.*, p. 443

financeiros não estão empenhados em criar valor para a empresa. É certo que o querem. Mas como a sua denominação faz supor, os investidores financeiros têm como “*core business*” a criação de valor através de esquemas financeiros. Os exemplos mais típicos destes investidores são os fundos de investimentos mobiliários ou investidores comuns que assumem as vestes de acionistas minoritários ou pequenos acionistas.

A outra dualidade de investidores perspetiva o conhecimento e a profissionalização da atividade económica e financeira, e são na grande maioria das vezes acionistas minoritários. O tipo de acionistas financeiros-não-institucionais preocupam-se particularmente com a construção da rentabilidade do seu portefólio de investimentos, sem ter uma visão estratégica para a empresa.²³⁴ Contrariamente, são os investidores institucionais, que têm um objetivo de maximizar as suas ações, que na larga maioria das situações conseguem-se fazer representar no órgão de gestão por terem conhecimentos muito específicos sobre a atividade de mercado.²³⁵ O artigo 30.º do CVM vem enunciar uma série de investidores institucionais.

III. Esta conceptualização levou que PEDRO MAIA²³⁶ inspirado por autores internacionais²³⁷, chegasse ao entendimento que apenas os investidores institucionais são destinatários das regras especiais de eleição do artigo 392.º, visto que a razão de ser desta norma só existe por causa deles, e que o n.º 2 do artigo 391.º se direciona-se apenas à tutela de interesses dos acionistas empresários - sócios fundadores, que garantem para si certa influência no órgão de administração para além dos lotes de capital que detêm.²³⁸

PEDRO MAIA sustenta que o fundamento legal das regras especiais de eleição, em alguns ordenamentos é o de repartir proporcionalmente a representação no órgão de administração entre os acionistas da maioria e investidores institucionais. Assim, a norma do artigo 392.º

⁽²³⁴⁾ Cfr. BANDEIRA, PAULO; *ob., cit.*, p. 87

⁽²³⁵⁾ ISABEL ALEXANDRE, trata desta dualidade mais pormenorizadamente. Cfr. ALEXANDRE, ISABEL; *Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum, (in), Direito dos Valores Mobiliários, Volume V, p. 7 e ss.*

⁽²³⁶⁾ Cfr. MAIA, PEDRO; *A Função e o Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima, STVDIA IVRIDICA, 62, BFDC, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 304.*

⁽²³⁷⁾ Cfr. GALGANO, FRANCESCO; *Diritto Commerciale (Le società)*, 18.^a ed.º, Zanichelli Bologna, 2012, p. 213; Cfr. MIGNOLI, ALBERTO; *La Società per Azioni oggi. Problemi e Conflitti, Riv Soc, 1990, p. 7*; Cfr. FERRI, GIUSEPPE; *Eccesso di Potere e Tutela delle Minoranze, Riv. Com., 1934, I, p. 723-724*

⁽²³⁸⁾ Cfr. MAIA, PEDRO; *ob., cit.*, p. 296

beneficiaria os acionistas da maioria porque obteriam financiamento para o progresso da empresa, e traria vantagens para os investidores institucionais porque a possibilidade de eleger um administrador postula: i) *controlo*, na medida que não se pratiquem atos de gestão ruínosa; ii) *informação*, para os acionistas avaliarem as perspetivas de evolução da sociedade e rentabilidade dos seus investimentos.²³⁹

Esta tese, no fundo é tributária daquilo que alguma doutrina afirmou, em meados do Séc XX, como a negação da proteção aos sócios minoritários que não apresentarem interesse pela gestão da empresa. Nas palavras de SCHMIDT²⁴⁰ “*Por comparação da coletividade de acionistas não presentes ou representados na assembleia geral, a minoria apresenta uma particularidade essencial: ela está presente na assembleia geral. (...) a presença e a ausência denota uma diferença profunda entre o acionista minoritário e o acionista passivo. (...) estes consideram-se simplesmente credores da sociedade*”.

Em termos muito semelhantes GARRIGUES²⁴¹ também defendeu que “*Resultaria paranóico insistir em proteger os acionistas que ao estarem ausentes das assembleias gerais desertam o seu dever e se desinteressam dos assuntos sociais. Resultaria paranóico insistir em protegê-los quando eles mesmos demonstram com a sua indiferença que não existe nenhum interesse a proteger*”

IV. Em oposição a esta fundamentação do instituto, COUTINHO DE ABREU²⁴² veio defender que os investidores institucionais não são os destinatários das regras especiais de eleição como afirma PEDRO MAIA. O primeiro autor aduz a sua posição com base em argumentos de ordem histórica exemplificando com os ordenamentos do EUA em que o sistema de “voto cumulativo”²⁴³ decorreu da transposição do sistema de representação proporcional política da “*Illinois House of Representatives*” para sistema de eleição dos “*directors*”; com o ordenamento Espanhol em que a representação de acionistas minoritários na gestão deveu-se a influências económicas e políticas das classes fundiárias; e com o ordenamento nacional,

⁽²³⁹⁾ Cfr. MAIA, PEDRO; *ob. cit.*, p. 305;

⁽²⁴⁰⁾ Cfr. SCHMIDT, DOMINIQUE; *ob. cit.*, p. 7

⁽²⁴¹⁾ Cfr. GARRIGUES, JOAQUÍN; *Hacia un nuevo derecho mercantil*, p. 147

⁽²⁴²⁾ Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Governação das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2.ª ed.º, 2010, p. 80*

⁽²⁴³⁾ Cfr. *Supra*; 2.1, § 2, cap. I, p. 22-24

justificando que “Ao tempo da preparação do CSC, a influência dos investidores institucionais por cá não seria significativa.”

Destarte, COUTINHO DE ABREU mais aduz que os investidores institucionais “não podem e/ou não querem envolver-se decisivamente na administração e controlo das sociedades”. Para este autor, o envolvimento dos investidores institucionais na gestão implicaria vários constrangimentos como *i*) a partilha de ganhos por investidores institucionais rivais sem poder de representação da administração, *ii*) perda de liquidez, *iii*) a opção de saída enfraquecida porque um maior empenho na gestão social exige mais disponibilidade de tempo de permanência na sociedade *iv*) e veriam o risco de serem associados à ineficiência das administrações. Por outro lado, as legislações de vários sistemas restringem o ativismo dos investidores, sujeitos ao princípio da divisão do risco, impedindo-os de adquirirem participações acima de certos lotes²⁴⁴. Por isso, preferencialmente, a atuação dos investidores institucionais operaria de forma extra-orgânica através de contactos informais e escritos com a administração.²⁴⁵

V. Parece-nos, que o legislador ao consagrar o direito dos acionistas minoritários a designar administradores, quis reconhecer a estes o papel ativo e colaborante que podem desempenhar no desenvolvimento da atividade social.^{246/247}

A mens legislatoris, com a regras de eleição reforçada e com as regras especiais de eleição, preconizou aflorar uma ideia de interesse social, na medida que cada um dos

(²⁴⁴) Cfr. art. 30.º do Novo Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado Decreto-Lei n.º 63 -A/2013 de 10 de Maio.

(²⁴⁵) Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *ob., cit., p. 19*

(²⁴⁶) Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit., p. 292*

(²⁴⁷) CARLOS F. ALVES evidencia algum ceticismo em relação à possibilidade de os fundos de investimento de fundos mobiliários (como investidores institucionais) poderem exercer alguma influência na gestão social, porquanto o autor alerta para a existência de conflitos de interesses entre a entidade gestora dos fundos e os beneficiários dos fundos, i.e., se o empenho no governo da sociedade poderá trazer vantagens para os subscritores de unidades de participação. É alerta também para o ativismo especulativo dos fundos de investimento mobiliários. Cfr. ALVES, CARLOS F.; *Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades? Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 8, p. 23* disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN8.aspx?v=>

administradores representa de modo mais eficiente as suas funções num esforço de solidariedade comum para proveito da sociedade.²⁴⁸ Isto é normalmente reconhecido, a não ser que se tratem de operações especulativas, onde o sucesso dos investidores institucionais não está subordinado ao interesse social.

Sendo assim, o interesse minoritário na administração é de fácil compreensão, uma vez que redundaria numa luta pelo poder da sociedade, e a faculdade concedida pelas regras especiais de eleição e pelas regras de eleição reforçada, não seriam facilmente abdicadas pelos acionistas minoritários.

Entendemos que não existem razões suficientemente ponderosas para que algum dos tipos de acionistas minoritários seja afastado da possibilidade de se fazer representar no órgão de administração. O princípio da paridade de tratamento entre acionistas assim o impõe.

Em direito das sociedades comerciais é reconhecida a igualdade de tratamento dos sócios enquanto princípio fundamental. Princípio que deve ser observado em todos os atos da vida social e que se relacionem na sua esfera jurídica.

Este princípio compreende-se, para a proteção das minorias face ao poder desenvolvido pelas maiorias, constituindo uma questão de justiça distributiva face ao princípio maioritário.²⁴⁹ Mas este princípio, não se pode reduzir apenas a um conflito de maioria/minoria, mesmo entre os acionistas da minoria pode ocorrer que um determinado bloco de minoritários se queira sobrepor a outras minorias.

Neste ponto particular, surge com especial interesse a conclusões da OCDE apresentadas em *OECD Principles of Corporate Governance* da *Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs*²⁵⁰ que evidenciaram que o princípio do tratamento equitativo dos acionistas deve determinar os seus comportamentos nos processos e procedimentos previstos

(²⁴⁸) ARMANDO TRIUNFANTE em termos semelhantes, mas referindo-se apenas às regras especiais de eleição Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit.*, p. 292

(²⁴⁹) Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO E; *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, reimpressão da 5.^a edição, 2016, p. 116-118 e 276-278

(²⁵⁰) Cfr. CadMVM, n.º 5, 1999, págs. 286 (in) <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM-5.pdf>

no âmbito do funcionamento da assembleia geral.^{251/252} Também a *G20/OECD Principles of Corporate Governance*²⁵³ que procedeu a uma atualização do princípios de governo das sociedades comerciais, estabelece no ponto II, os direitos e o tratamento paritário dos acionistas, onde aventa que: “*A estrutura de governo das sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e garantir o tratamento paritário dos mesmos, incluindo os minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter compensações efetivas em caso de violação dos seus direitos.*” de onde se pode ler uma anotação este princípio onde é recomendado: “*Os direitos dos acionistas de influenciar a sociedade centram-se em determinadas questões fundamentais, como a eleição dos membros do conselho ou outros meios para influenciar a composição do conselho de administração*”

Por isso, o princípio da paridade de tratamento só pode limitar a eleição de administradores por minoritários em função da titularidade de ações, isto tanto é válido para as regras especiais de eleição (cfr. artigo 392.º) como para a regra da maioria especial (cfr. I parte do n.º 2 do artigo 391.º). O que princípio da paridade de tratamento proíbe é o arbítrio injustificado.²⁵⁴ Excetua-se o direito de veto conferido a certa categoria de ações para bloquear um terço do órgão de administração. Como este direito se materializa em ações privilegiadas (artigo 24.º, n.º 4) conferidas a certos acionistas, legitima-se um tratamento diferente face aos outros acionistas titulares de ações ordinárias.

Nos outros casos não podemos aderir à posição de PEDRO MAIA, que reduz o campo de aplicação das regras especiais de eleição e das regras de eleição reforçadas pelos diferentes tipos de acionistas: no primeiro caso só podem eleger administradores os investidores institucionais, no segundo apenas os acionistas empresários.

(²⁵¹) As conclusões da OCDE, preveem a aplicação do princípio do tratamento equitativo em mais duas situações: Todos os acionistas da mesma categoria devem ser tratados de forma igual; a proibição de abuso de informação privilegiada e de transações abusivas (implica que os administradores e diretores devam divulgar informações e interesses relevantes que existam em transações a adotar pela sociedade).

(²⁵²) Também a 2.ª Diretiva das Sociedades (77/91/CE), previu nos considerandos iniciais, a preocupação de um tratamento equitativo entre acionistas nos aumentos e reduções de capital social. (in) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31977L0091&from=PT>

(²⁵³) Cfr. http://www.oecd-ilibrary.org/governance/principios-de-governo-das-sociedades-do-g20-ocde_9789264259195-pt

(²⁵⁴) Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit.*, p. 61;

Apesar de os acionistas não institucionais não demonstrarem interesse na gestão social, no plano teórico abstrato, a expressão ideal do direito depõe a favor da representação de todos os acionistas em assembleia geral desde que observadas as regras estatutárias (artigo 384.º, n.º 2 al. a)). Mesmo admitindo a pouca propensão para a participação dos investidores não institucionais que não têm um conhecimento de mercado e da atividade económica como têm os investidores institucionais, não deixam mesmo assim de poder eleger administradores. A utilidade do direito em designar administradores para os pequenos acionistas é perspectivada como uma ferramenta para cumprir o objetivo em providenciar um equilíbrio entre o poder de direção da gestão social e da prestação de contas, inerentes ao cargo de administrador. A outro tempo, os pequenos acionistas podem associar-se a investidores institucionais para atingir as cifras de capital social votante necessárias para eleger administradores através das regras especiais de eleição (cfr. 392.º) ou bloquear a deliberação eletiva de administradores.^{255/256}

VI. Por último, da aplicação da paridade de tratamento entre acionistas minoritários decorre que perspectivamos que o direito dos acionistas minoritários para eleger administradores está assente numa estrutura monista, porquanto não diferenciamos os tipos de acionistas como fator limitativo para que possam lançar mão às *regras de eleição reforçada* previstas no n.º 2 do artigo 391.º ou, das *regras especiais de eleição* dispostas no artigo 392.º

⁽²⁵⁵⁾ Cfr. GULINELIO, CHRISTOPHER; *The Retail-Investor Votes: Mobilizing Rationally Apathetic Shareholders to preserve or Challenge the Board's Presumption of Authority*, *Utah Law Review*, vol. 10, n.º 3, p. 545-546 e 571-572 Recentemente *Securities Exchange Commission dos E.U.A.* veio emitir uma recomendação (*SEC Announces Efforts to Educate Investors about Participating in Corporate Elections*, U.S. S EC. & EXCH.COMM'N, (Feb. 22, 2010), <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-23.html>) com o objetivo de instruir os pequenos acionistas sobre o modo como devem exercer o seu direito de voto.

⁽²⁵⁶⁾ Têm também surgido consultores em matéria de voto «*Proxy Advisors*» que visam dar resposta a problemas concretos. Como alude FRANCISCO MENDES CORREIA “O impacto da atividade dos *proxy advisors* pode ser benéfico em termos de *corporate governance*: ao seguirem as recomendações emitidas os accionistas agregam-se de forma espontânea, votando no mesmo sentido, e ultrapassam assim os problemas de acção colectiva geralmente apontados como um sério obstáculo ao ativismo acionista e aos ganhos de eficiência que resultariam de um maior envolvimento acionista. Por seu lado, congregando vários clientes acionistas de uma mesma sociedade, os *proxy advisors* têm os incentivos indicados a analisar e investigar de forma detalhada as vantagens e inconvenientes de cada ponto em discussão numa determinada assembleia geral (ao passo que nenhum acionista isolado teria incentivos para o fazer).” Cfr. CORREIA, FRANCISCO MENDES; *Proxy Advisors: parte do problema e da solução disponível em* <http://www.governancelab.org/pt/post/proxy-advisors-parte-do-problema-e-da-solucao-1>

Ao contrário de PEDRO MAIA e COUTINHO DE ABREU, não extraímos motivos substantivos que impeçam que os acionistas minoritários, possam ser representados na administração, com base em algumas das regras mencionadas. Seria a nosso ver, um tratamento desigual entre acionistas minoritários, quando na realidade, o direito a ser designado para a administração trata-se de um direito fundamental de qualquer acionista, que mediante as regras do jogo previamente estabelecidas (sejam elas pelos estatutos ou por imposição legal) constituem um meio para que os acionistas possam concretizar a sua situação de sócio.

§ 10 Os fundamentos do direito dos acionistas minoritários para designar administradores

I. A maioria dos autores que analisa a representação das minorias dos órgãos de administração, estuda o seu alcance com base apenas no artigo 392.º – *regras especiais de eleição* -, talvez por ser a modalidade de designação de administradores mais útil no âmbito do direito das sociedades comerciais. Autores que escreveram sobre a razão de ser do artigo 392.º advogam que esta norma se conduz para uma lógica de captação de investimento e de manutenção de transparência. De outro lado, outros autores entendem que o objetivo da eleição dos minoritários no órgão de administração direciona-se para a necessidade de representação de interesses diversos dos acionistas controladores. E ainda existem vozes que defendem que este direito tenha como objetivo o direito à informação dos minoritários. Apesar de termos o entendimento que os minoritários podem ser representados no órgão de administração através do artigo 391.º n.º 2 e através do artigo 392.º, não deixa de ter sentido útil os argumentos invocados pela doutrina.

II. Aponta-se como motivo justificativo para a representação das minorias no órgão de administração o acesso imediato e privilegiado dos acionistas minoritários à informação, nessa medida a designação de administradores pelos minoritários permitiria aos investidores avaliar com exatidão as perspetivas de evolução da empresa e compreender as perspetivas de rentabilidade dos respetivos investimento.²⁵⁷

(²⁵⁷) SOFIA RIBEIRO BRANCO tece esta linha de argumentação como base no acesso de informação dos investidores institucionais, como acionistas minoritários. Entendemos, que no campo lógico abstrato, esta fundamentação é extensível a todos os acionistas muito como base no que dissemos acima sobre o tratamento paritário entre acionistas minoritários Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob.*, *cit.*, p. 765

Por conseguinte, a alguma doutrina tem vindo a sustentar que não basta para os minoritários o direito à informação prescrito nos artigos 288.º e 291.º, pois os acionistas da maioria dispõe de conhecimentos sobre a vida da sociedade que os minoritários não têm acesso, o que evidencia um tratamento desigual da qual resulta que os majoritários têm acesso de forma mais expedita à informação que está vedada à minoria.²⁵⁸

No entanto, não nos parece que este seja o escopo do direito a designar administradores pelos acionistas minoritários. Não obstante, a designação de administradores permitir o acesso privilegiado a informação, não podemos desconsiderar que o direito à informação do CSC está rodeado de garantias para aqueles que o reivindicam. Garantias suficientes para assegurar que os acionistas minoritários tenham conhecimento da vida da sociedade e das decisões tomadas a propósito da gestão.²⁵⁹

Por outro lado, nas sociedades abertas, os administradores que tomem por via das suas funções acesso a informação privilegiada, factos que não sejam públicos e que venham a valorizar as ações, não podem ser transmitidos nem aos acionistas da maioria e nem aos da minoria sob pena de incorrerem no crime de abuso de informação (cfr. artigos 378.º e 449.º do CVM).

Nas sociedades abertas ao investimento público a prestação de informação sobre factos relevantes para o mercado, deverá ser comunicada e revelada á CMVM permitindo alguma transparência e controlo da administração da sociedade, verificando-se um certa publicitação da informação societária a uma entidade reguladora e de supervisão do mercado (cfr. artigo 353.º CVM).²⁶⁰

III. A nossa convicção é que o fundamento do direito para designar administradores dirige-se para duas finalidades: uma relacionada para os mercados capitais, na medida que a aposição nos estatutos de uma das regras para designar administradores estimula os investidores para entrar para a estrutura acionista da sociedade; e um segundo fundamento, que tem como subjacente, assegurar um certo equilíbrio de poderes entre a maioria e a minoria. Pois nos países

⁽²⁵⁸⁾ Cfr. LABAREDA, JOÃO; *Direito à informação, (in) Problemas do Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2.ª reimpressão, 2008, p. 144*

⁽²⁵⁹⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 765*; Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. I, das Sociedades em Geral –, Almedina, Coimbra, 2.ª ed., 2007, p. 612*

⁽²⁶⁰⁾ Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º, 2013, p. 473*

com um mercado de capitais que têm uma estrutura acionista concentrada, o direito para designar administradores serve para controlar o desempenho da maioria na gestão social, impedindo que esta exproprie a riqueza dos minoritários e da sociedade para benefício próprio. É aquilo a que se veio a designar de – *tunneling* –

IV. O primeiro motivo que pode justificar a razão de ser do artigo 392.º e artigo 391.º, n.º 2, tem que ver com o facto de estas fixações normativas estarem assentes em fontes de captação de investimento²⁶¹ ao maximizar as probabilidades dos acionistas minoritários virem a ser representados no órgão de administração. Este aspeto é particularmente importante nas sociedades abertas ao investimento público dado que os investidores também querem ter acesso à gestão social para averiguar como é que os destino da empresa está a ser conduzido. As sociedades abertas ao apresentarem-se ao mercado com mecanismos de eleição especiais destinado aos investidores, estão a passar uma mensagem de que têm a *governance* da sociedade aberta a outros acionistas que não os de controlo, estimulando desta forma, os investidores a entrar na estrutura acionista, pois estes podem através da designação de administradores, controlar de certa maneira, se o rumo da sociedade está a criar valor, e ao criar valor, rentabilizar as suas ações.

Por outro lado, como ALBERT HIRSCHMAN²⁶² dizia, conferindo-se “voz” aos acionistas minoritários para elegerem administradores para gestão social, estes numa situação de crise financeira da empresa, em vez saírem “*exit*” da sociedade, vendendo as suas posições com prejuízo, envolvem-se na vida social de modo a tornar a sociedade rentável.

A outro tempo, a circunstância de a sociedade evidenciar junto do mercado a faculdade para designar administradores, que os acionistas minoritários poderão vir a ter, é um elemento que só por si, é fator para que a cotação das ações revele uma majoração, na medida que a sociedade demonstra ao mercado de capitais que adopta boas práticas de *governance*.²⁶³

(²⁶¹) Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado, (cord) MENEZES CORDEIRO, anotação artigo 392.º, Almedina, 2.ª ed., p. 809*

(²⁶²) Cfr. HIRSCHMAN, ALBERT; *Exit, Voice and Loyalty, Response to Decline in Firms, Organizations and Firms, Harvard University Press, 2001, 34-36*

(²⁶³) Alguns autores parecem defender que esta é a única razão de ser da designação de administradores por acionistas minoritários. A ideia de democratizar a gestão pode ferir o espírito de equipa do órgão de administração (Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *ob., cit., p. 809*). Não concordamos com esta posição, não é desejável um órgão de administração que represente apenas uma cor de acionistas. O órgão de gestão deve

V. O segundo motivo e o mais importante, demonstra que a indigitação de administradores para o órgão de gestão pelos minoritários, terá que ter em linha de conta um certo equilíbrio institucional entre os blocos da maioria e da minoria, como condição para garantir a estabilização do poder da sociedade, o acaba por ser um corolário do poder-dever de fiscalização.

Isto porque os direitos da minoria configuram *regras do jogo*²⁶⁴ pré-determinadas que procuram democratizar e abrir a gestão da sociedade a outros grupo de acionistas que não os de domínio, impedindo que órgão de administração se torne num centro de poder totalitário.²⁶⁵

O certo é que eleição de administradores por acionistas minoritários constituirá para estes, menos preocupação no que respeita à forma como é conduzida a gestão da sociedade. Assim, o órgão de administração poderá exercer as suas funções com o confronto de todos os acionistas quanto à condução da vida da sociedade,²⁶⁶ através da criação de uma estrutura interna, previamente fixada, de distribuição de poderes pelos diferentes acionistas, obtêm-se um controlo recíproco de poder (*checks and balances*) alinhando-se os interesses da maioria com os interesses da minoria. Apesar de os administradores indigitados pela maioria e pela minoria terem a confiança de acionistas diferentes, não se quer que eles administrem a sociedade de maneira separada. O pretendido é que eles adotem formas e procedimentos de cooperação interorgânicos e pessoais.²⁶⁷

representar diferentes fações de acionistas, até porque, e como é prática comum, para assegurar a coesão da direção social, o conselho de administração delega poderes, por pelouros, numa comissão executiva (Cfr. 407, n.º 3) ou em administradores delegados (Cfr. 407, n.º 1).

(²⁶⁴) Cfr. LACALLE, ROCÍO MARTÍ; *El Ejercicio de los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima Cotizada, Navarra, Editorial Aranzandi, 2003, p.88*

(²⁶⁵) Em sentido metafórico esta ideia de abrir o órgão de gestão a outros acionistas que não os de domínio, filia-se no pensamento de KARL POPPER, na medida que numa sociedade aberta, em que ocorre troca de ideias, debate e divergência de opinião pode determinar reformas positivas para o Estado democrático. Cfr. POPPER, KARL; *A Sociedade Aberta e seus Inimigos – Vol. II Hegel e Marx, Edições 70, p. 45*

(²⁶⁶) Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *ob., cit., p. 768*

(²⁶⁷) Cfr. CANOTILHO, JOAQUIM GOMES; *Direito Constitucional e Teoria da Constituição, Almedina, Coimbra, 7.ª ed, 2016, p. 250* Cfr. LESSING, JOHN; *The Checks and Balances of good Corporate Governance, Corporate Governance eJournal of Bond University, (in) http://epublications.bond.edu.au/cgej/?utm_source=epublications.bond.edu.au%2Fcgj%2F16&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages*

Após a eleição dos diversos titulares do cargo de administrador, nem os acionistas majoritários nem os acionistas minoritários deverão influenciar a gestão da sociedade. Os administradores não são mandatários dos acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários, devendo exercer o seu cargo no escrupuloso cumprimento dos deveres fundamentais consagrados no artigo 64.º, i.e., de forma cuidadosa e leal.²⁶⁸ Contudo, a representação de

(²⁶⁸) Os sistemas de designação de administradores podem ter uma finalidade autónoma para além das que fundamentámos. Podem servir como mecanismo de defesa anti-opa. Como é sabido o objetivo do oferente de uma OPA é adquirir o controlo da sociedade visada. Contudo, para que o oferente queira implementar uma nova política gestão carece de poder substituir os administradores por pessoas que sejam da sua confiança. Daí que algumas medidas de defesa consistam na introdução de mecanismos que dificultem a mudança dos membros do órgão de administração. Vai daí que o reforço de condições de maioria necessárias para aprovação das deliberações que incidam sobre a eleição de administradores pode ser usado como medida preventiva para evitar a aquisição da empresa. Se o objetivo do oferente é dar um novo rumo à gestão social, vai precisar de destituir e eleger uma nova administração, pelo que um reforço das regras de maioria para eleger administradores como a *regra da maioria especial* (cfr. 391.º, n.º 2) podem dificultar ou até mesmo impedir a designação de novos gestores.

De igual modo, *o direito de veto conferido a certas ações* pode criar dificuldades a quem queira lançar uma OPA, dado que estas ações privilegiadas de veto conferem uma importante vantagem aos seus titulares, uma vez que necessário o seu voto a favor da nomeação dos administradores. Cfr. GARCIA, AUGUSTO TEIXEIRA; *OPA – Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico; OPA — Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico, Studia Jurídica, 1995, p. 283 - 285*

O facto de alguma pessoa ser membro de um órgão de administração e fiscalização de uma sociedade anónimas aberta ao investimento público não é vazia de conteúdo. Uma pessoa, devido à situação de administração ou de fiscalização em que se encontra, não pode ser vista como se se tratasse de alguém que não tem qualquer espécie de relação com a sociedade em causa. Na verdade, a proximidade dos membros do órgão de administração e fiscalização é notória: aos primeiros cabe administrar e representar a sociedade aos segundos cabe fiscalizá-la. Para tornar ainda mais complexa a relação dos administradores e fiscalizadores com a sociedade, muitas vezes os membros da administração e fiscalização adquirem valores mobiliários nas sociedades em que exercem funções. A prática tem demonstrado que os direitos de voto inerentes a ações de que os membros dos órgãos de administração e fiscalização são titulares são exercidos no sentido que mais convém à sociedade. Por isso, a al. d), do n.º 1 do artigo 20.º do CVM dispõe que no cômputo das participações qualificadas se considera os direitos de voto “*Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros do órgão de administração e fiscalização.*” Esta norma que tem levantado dúvidas de interpretação não teve como fonte a diretiva transparência 88/627/CEE nos termos do artigo 7.º, teve antes como origem o antigo CdMVM que postulava as situações de administração e fiscalização para efeitos de órgão de administração de sociedade titular de participação em sociedade aberta adquirir, ele próprio, direitos de voto o CVM determina que os mesmos integram a participação da sociedade em que exerce funções. Se, por força da al. d), do n.º 1 do artigo 20.º, a participação ultrapassar alguma das fasquias

previstas no artigo 16.º do CVM, a lei portuguesa entende que se formou uma participação qualificada cuja comunicação ao mercado é injuntiva. Contudo, a interpretação não deve ser feita em toda a linha, devendo o intérprete fazer uma leitura no artigo 20.º, n.º 1 al. d) do CVM restritiva, afigurando-se excessivo englobar os direitos de voto dos administradores designados ao abrigo das regras especiais de eleição (artigo 392.º do CSC).

PEREIRA DE ALMEIDA tem se pronunciando defendendo que “*Esta imputação de direito de voto prevista na al. d) do n.º 1 do art. 20.º só tem aplicação quando o participante seja uma sociedade. (...) Já não tem qualquer sentido que está disposição abranja, nos termos em que está redigida, os membros eleitos para os órgãos sociais ao abrigo de disposições especiais de proteção de minorias.*” (Cfr. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º, 2013, p. 558*) Em sentido contrário OSÓRIO DE CASTRO e MOREDO DOS SANTOS respondem afirmativamente, referindo que a imputação de votos abrange inclusive os votos inerentes a ações detidos por membros da administração eleito ao abrigo de regras especiais (Cfr. CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE; *Imputação de Direitos de Voto no Código de Valores Mobiliários, (in), Cadernos de Valores Mobiliários, n.º 7, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernNo7.aspx?v=> e Cfr. SANTOS, HUGO MOREDO DOS; *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação dos Direitos de Voto, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 454.*)*

Somar aos direitos de voto da sociedade participante neste âmbito, tendo ainda para mais em conta o artigo 187.º do CVM inerente ao regime da OPA obrigatória, seria ir demasiado longe. Tome-se o seguinte exemplo: A é uma sociedade que detém uma participação de 30% dos direitos de voto representativos do capital social da sociedade aberta X, com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. A, também uma sociedade aberta com ações admitidas em mercado regulamentado, é, por sua vez, participada em 19% dos direitos de voto representativos do seu capital social por uma terceira sociedade, B. C, maior acionista individual de A, dispõe de 11% dos direitos de voto representativos do seu capital social. O restante capital está disperso pelo público. Figure-se por exemplo, que o contrato de sociedade de A, prevê um conselho de administração com 9 elementos e a possibilidade de 3 serem eleitos através do sistema de eleição isolado (artigo 392.º, n.º 1 do CSC). Imagine-se agora, que B e C subscreveram e propuseram listas autónomas (artigo 392.º, n.º 3 e 4). De acordo com as regras especiais de eleição previstas no contrato de sociedade, das listas subscritas por B e C, foram eleitos dois administradores, D e E para o conselho de administração de A. D e E são respetivamente, titulares de 2% e 1,5% dos direitos de voto representativos do capital social de X.

A interpretação literal da al. d), do n.º 1 do artigo 20.º conduziria à imputação a A dos direitos de voto de D e E como membros do conselho de administração daquela sociedade. O artigo 16.º do CVM, ao tomar por referência a al. d) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM, compreendida nestes termos, conduz ao alargamento dos deveres de informação sobre participações qualificadas o que pode reputar-se de excessivo, mas tolerável. Conclusão diferente é a da OPA obrigatória, onde afiguraria inadmissível que A estivesse constituído no dever de lançar uma OPA sobre a totalidade das ações de X, porque se consideram imputados os votos de D e E (Cfr. RESENDE, MIGUEL MATTAMOUROS; *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, p. 270*)

diferentes acionistas no órgão de administração pode impedir que os administradores vigiando-se mutuamente, não adoptem práticas evidenciadores de conflitos de interesses.

VI. Assim o mecanismo de *checks and balances*, permite a possibilidade de serem eleitos administradores pelos minoritários como forma de estes controlarem o desempenho da maioria na gestão social. Por esta via, os administradores eleitos pelos minoritários estariam numa “*posição privilegiada para controlar e conhecer a gestão da empresa*». ²⁶⁹ Conferindo aos acionistas minoritários a possibilidade de elegerem administradores, assegurar-se-ia a estes de que não seriam praticados atos de gestão ruinosos nem haveria desvios dos lucros da sociedade. ²⁷⁰ Este ponto manifesta-se mais problemático nas sociedades abertas ao investimento público quer pela imperatividade da representação dos minoritários através das regras especiais de eleição (cfr. 392.º) quer pela sua estrutura orgânica complexa e pela sua proximidade e volatilidade com o mercado de capitais que apresenta algumas particularidades que não são tão evidentes nas sociedades anónimas opacas.

A complexidade da estrutura orgânica das grandes sociedades anónimas evidencia *problemas de agência* que exprimem a relação entre alguém que entra na gestão de interesses ou de bens alheios “*agent*” e os titulares desses interesses ou bens “*principal*”. ²⁷¹ A base desta relação fundamenta-se no *risco moral* dos administradores, “*agents*”, por nem sempre atuarem no melhor interesse da empresa e dos acionistas “*principals*”, prosseguindo benefícios privados sob diversas formas. Enquanto problema de agência, facilmente se podem identificar dois vetores: o “*managerial agency problem*” que assume especial relevância nos mercados norte-

Neste exemplo, a circunstância de D e E serem membros do conselho de administração de A valerá como indício que os direitos de voto poderão contribuir para a constituição de uma participação de domínio daquela sociedade. A circunstância de terem sido eleitos por força das regras especiais de eleição, adicionada ao facto de D votar em sentido oposto, apontaria em sentido diverso. A afirmação de domínio conjunto dependeria em grande medida das cambiantes do caso concreto, e em particular, da valoração do comportamento de D e E.

⁽²⁶⁹⁾ Cfr. BRANCO, SOFIA RIBEIRO *ob. cit.*, p. 763

⁽²⁷⁰⁾ Cfr. REDINHA, JOÃO FRAGA *Contribuição para o Conceito de Direitos da Minoria nas Sociedades Anónimas*, Lisboa, policopiado (não editado), 1987, p. 40

⁽²⁷¹⁾ Cfr. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; Responsabilidade Civil dos Administradores nas Sociedades Comerciais, in, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 1, vol. 1, ano 2009, p. 12

americano e britânico caracterizado pela dispersão do capital,²⁷² estudado pela primeira vez na obra *The Modern Corporation and Private Property*, de 1932, de *Beal & Means*; e o problema relativo aos acionistas controladores “*controlling shareholder agency problem*”, mais expressivo no continente europeu. No primeiro, como não existem acionistas de controlo, os administradores diferem dos interesses de todos os acionistas; no segundo, fica patente um problema entre maioria e minorias, na medida que a determinação dos destinos societários é influenciado pelos acionistas de controlo que têm o domínio da gestão.²⁷³

O mercado de capitais português tem uma estrutura acionista concentrada, sendo que os problemas de agência se contextualizam no “*controlling shareholder agency problem*”. Neste tipo de mercado, o capital mais concentrado é significativamente mais próximo do sócio controlador, que tem o poder de determinar a composição do órgão de administração, sendo os cargos de topo muito frequentemente ocupados por membros da família.²⁷⁴ Perante estes casos, a gestão social está alinhada com a pessoa do acionista controlador, o que levou ao aparecimento do “*tunneling*”²⁷⁵ utilizado com amíúde para significar a extração de valor da empresa à custa das assimetrias de informação dos acionistas minoritários, metaforicamente definido como a subtração de ativos através de um túnel subterrâneo.

A designação de administradores da confiança dos acionistas minoritários pode fragilizar a tentação de os acionistas de controlo praticarem atos de gestão ruínosa, havendo um controlo recíproco de poderes – *checks and balances* –. Mesmo que as sociedades abertas estejam obrigadas a divulgar informação ao mercado sobre os últimos acontecimentos, nem por isso deixa de ser apenas um mecanismo externo à sociedade e reativo aos acontecimentos da vida da sociedade. A possibilidade de os acionistas minoritários intervirem na gestão permite uma vigilância interna *inter pares* sobre a condução dos assuntos administrativos da sociedade,

(²⁷²) Cfr. GOMES, JOSÉ FERREIRA; *Da Administração à Fiscalização nas Sociedades Anónimas – A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, Almedina, Coimbra, 2014, p.52

(²⁷³) Cfr. GOMES, JOSÉ FERREIRA; *ob., cit., p. 57*

(²⁷⁴) Cfr. ABREU, MIGUEL CANCELA; *Private Benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário*, (in) *Direito das Sociedades em Revista*, Vol. 15, 2015, p. 158

(²⁷⁵) O *tunneling* é uma expressão que provém de um conjunto de escândalos financeiros ocorridos na República Checa na década de 90 caracterizada por um conjunto de práticas em prejuízo dos acionistas minoritários. Cfr. ABREU, MIGUEL CANCELA; *ob., cit., p. 156. Um caso paradigmático de tunneling foi o que atingiu a Parmalat que colapsou em 2003. Tornando-se depois conhecimento que a família que detinha o controlo da sociedade desviou quantias avultadas de capitais para fins desconhecidos* Cfr. ABREU, MIGUEL CANCELA; *ob., cit., p. 159*

por meio do qual conseguir-se-á alinhar os interesses da maioria com os interesses da minoria, e podendo ao contrário da CMVM atuar preventivamente perante a tentação de a maioria querer prosseguir o intento de benefícios privados de controlo.

VII. Por último, não deixam de haver preocupações nas sociedades anónimas com uma dimensão mais pequena. Se nas sociedades anónimas com uma estrutura mais complexa (sobretudo as sociedades abertas ao investimento público onde existe o perigo de a direção gestão se tornar um órgão totalitário), nas sociedades anónimas de dimensão mais pequena, o problema é radicalmente oposto, uma vez que é premente o risco de haver uma situação de vazio de poder dada a ausência pelo legislador de uma disciplina de regras mais precisas sobre o sufrágio de administradores. De facto, pode ocorrer que perante a omissão por parte dos estatutos, de um quórum constitutivo e deliberativo sobre a designação de administradores (I parte do n.º 2 do artigo 391.º), pode acontecer que uma pequena minoria com participação social, mas com força suficiente para vencer a deliberação, eleja os próximos administradores, dada ausência de regras mais específicas. Desta forma os acionistas apenas teriam de fazer observar a disposição do artigo 386.º, n.º 2 na parte que diz que vence a lista que obter o maior número de votos.

CAPÍTULO V

O ABUSO DE MINORIA E A DESIGNAÇÃO DE ADMINISTRADORES POR ACIONISTAS

§ 11 O Abuso de Minoria e a designação de administradores pelos minoritários

I. Sempre que a Lei atribui um determinado direito a uma pessoa, torna-se possível que a prossecução do bem possa ser exercido de forma abusiva. Tratando-se de situações ostensivamente injustas, o direito não pode consenti-las, justificando-se por isso a necessidade de conceber e atribuir os instrumentos normativos eficazes para impedir a sua concretização.²⁷⁶

A este denominador comum do direito não é alheio o sistema jurídico *jus societário*, donde titulares de participação social minoritária, também podem exercer os seus direitos sociais de forma abusiva, em prejuízo para a atividade societária e para os restantes sócios. Trata-se, no fundo de um instituto reconhecido nos outros ordenamentos europeus, como se verifica no caso da Alemanha (*Minderheit Diktatur*) ou no caso da França (*Abus de minorité*), já com uma aturada tradição jurisprudência e doutrinal.

O âmbito desta tese não pretende esgotar todo o tema do abuso de minoria, ela pretende apenas compaginar o instituto com a designação de administradores por acionistas minoritários. Não obstante, não podemos deixar de iniciar este tema sem uma contextualização do abuso de minoria, passando ulteriormente para o núcleo deste capítulo: *A designação abusiva de administradores por acionistas minoritários*.

⁽²⁷⁶⁾ Com a entrada em vigência do Código *Vaz Serra* em 1967²⁷⁶ o legislador contemplou o abuso de direito (cfr. 334.º CC) adotando a conceção objetivista do instituto, onde não é necessária a *consciência* de se estar a «exceder os limites impostos pela boa fé pelos bons costumes ou pelo fim social e económico do direito.»Cfr. VARELA, ANTUNES e PIRES DE LIMA; Código Civil Anotado, (anot.) artigo 334.º, Vol. I, 4.ª ed., Coimbra, Coimbra, p. 298

II. As deliberações sociais são um tema quase tão antigo como o direito das sociedades comerciais. No início as deliberações aprovadas pela maioria só encontravam limites nos direitos individuais atribuídos aos sócios pela Lei ou pelos estatutos.²⁷⁷

O princípio maioritário, fundamento de operacionalidade das assembleias de sócios, começa paulatinamente a estreitar-se com o perigo de as maiorias aprovarem deliberações sociais abusivas (cfr. 58.º, n.º1, al. b). A partir daí foi um passo, até que o legislador começasse a prever nos ordenamentos societários, minorias de blocagem ao lado de minorias qualificadas que obstaculizassem a possibilidade de os acionistas maioritários poderem aprovar uma deliberação que permitisse impor o que entendem ser o interesse social. Contudo, as faculdades conferidas pelo legislador aos minoritários para tutelarem os seus direitos também começaram a ser exercidas disfuncionalmente. Surgiu o problema do abuso das minorias.²⁷⁸

Quase sempre que a avaliação sobre o carácter abusivo de determinado direito no campo das sociedades comerciais, exige, que se concilie a deliberação social com as exigências do “interesse social”. Mas nem sempre tem de ser necessariamente assim. Podem ocorrer situações em que o carácter abusivo é efetivado sempre que os atos praticados pelos titulares dos direitos (acionistas) não seja concordante com o fim do direito atribuído pela ordem jurídica. No primeiro caso, estamos a falar das deliberações sociais abusivas (cfr. artigo 58.º, n.º 1, al b), no segundo caso referimo-nos ao abuso de direito (334.º CC).

Por conseguinte, a doutrina tem debatido se a natureza do abuso de minoria assenta numa estrutura equivalente prevista pelo artigo 58.º, n.º 1. al, b) ou se recai no âmbito mais genérico do artigo 334.º do CC²⁷⁹.

(²⁷⁷) Não cumpre, obviamente, tomar posição sobre o interesse social. Todavia, não podemos deixar de notar a posição de MENEZES CORDEIRO entendendo que o intérprete está inibido de usar o interesse social como conceito dogmaticamente operacional, se o fizer, correrá sobre ele o ónus de o fundamentar com base em argumentos científicos. A imprecisão e vacuidade do interesse social impõe uma base científica em sentido objetivo, querendo isto significar que o interesse social só poderá ser realmente útil por remissão a normas de conduta dirigidas ao sujeito. Cfr. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *ob. cit.*, p. 821

(²⁷⁸) Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas - Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Minoria -*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 21

(²⁷⁹) A invalidade das deliberações sociais, através da invocação do abuso do direito, em Portugal, remonta a 1930, quando o Tribunal da Relação de Coimbra, num surto de reconhecimento do abuso do direito, sancionou o facto de se ter excluído um sócio pela não realização da quota, contra o que resultava do respetivo pacto social. O abuso do direito, embora ainda não positivamente consagrado, o que viria a ocorrer com a prescrição objetivista

III. Diz a doutrina²⁸⁰ que foi a *Cour d'Appel de Besançon*, em 5 de junho de 1957, a condenar o abuso de minoria pela primeira vez, abrindo precedente para que a partir daí se iniciassem uma corrente de decisões jurisprudenciais em França, que ao longo do tempo foram aperfeiçoando o instituto²⁸¹

do art. 334.º do Código Civil de 1966, constituía já um relevante instrumento jurídico, progressivamente com mais vasta aplicação, em especial contra comportamentos contrários à boa fé. Esse entendimento, apoiado também pela doutrina, foi perdurando pacificamente, até que, a partir década de setenta, sobretudo por influência de Ferrer Correia, se começou a aceitar, na jurisprudência, um regime específico de abuso do direito no âmbito societário, marcando uma evolução qualitativa e ajustada à proteção dos interesses que se manifestam nesta área.

(²⁸⁰) Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Curso de Direito Comercial, Vol. II – Das Sociedades – Almedina, Coimbra, 5.ª ed.º, p. 292*; Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit., p. 404*; Cfr. MERLE, PHILIPPE.; *L'abus de minorité, RSoc, 1993, p. 403*

(²⁸¹) A título de exemplo, veja-se a decisão da *Cour d'Appel de Lyon*, que em 20 de Dezembro de 1984, sancionou a conduta dos minoritários, ao atribuir uma indemnização presidente-diretor geral de uma sociedade anónima dissolvida por não ter sido aprovado um aumento de capital social. Cfr. Dalsace, A.; *V. RDS (Jurispr), 1957, p. 605*. Em 9 de janeiro de 1987, também em França, o *Trib. Mixte de commerce de Point-à-Pitre*, julgou que a sentença tinha força de “*valoir validation*” para os acionistas minoritários que impeçam abusivamente as deliberações da maioria; e no mesmo ano, em 25 de junho, a *Cour de Lyon*, entendeu que provado o abuso de minoria, o juiz pode “*prendre une décision valant adoption de la délibération*”. Cfr. Dalsace, A.; *ob., cit., p. 610*; na mesma esteira, em 1991, a *Cour d'Appel de Pau*, a propósito de um aumento de capital social, impedido abusivamente por um sócio minoritário decidiu que “*le présent arrêt vaudra adoption de ladite résolution.*” Cfr. MERLE, PHILIPPE.; *ob., ct., p. 403*

O problema foi também julgado em tribunais alemães, no caso paradigmático *Girmes*, decidido pelo BGH, em 1995. Perante a situação de falência eminente da *Girmes, AG*, foi apresentando um plano de recuperação que, contando com o apoio dos bancos e de um grupo de acionistas, seria capaz de obstar à insolvência da sociedade, de outro modo inevitável.

O plano de recuperação, traduzia-se numa redução de capital social na proporção de 5:2, necessitando de uma maioria de $\frac{3}{4}$ para que fosse aprovado. Todavia, contra esta proposta, tomou partido o editor do jornal do mercado de capitais *Effecten-Spiegel, Bolko Hoffman*, que conseguiu persuadir que mais de 25% de acionistas votassem contra a proposta, e exigissem uma redução de capital social na proporção de 5:3. O grupo da maioria entendeu que a contraproposta era irrealista, o que conduziu a sociedade à insolvência.

O BGH, entendeu que o comportamento dos acionistas da minoria está vinculado a deveres de lealdade para com a sociedade, e que não podem causar danos injustificados, neste caso, pela recusa em aprovar uma medida que era naquelas circunstâncias, a única forma de salvar a sociedade.

A maioria das situações consignadas ao abuso de minoria e que foram sujeitas a apreciação judicial, estão relacionadas com impugnações judiciais de deliberações sociais ou alterações estruturais dos contratos de sociedade,²⁸² mas nem por isso o instituto deixa de ter importância no âmbito da designação de administradores. Aliás, como já fizemos menção atrás, no caso das *Águas de Portugal*, e onde iremos escarpelizar mais detalhadamente em secção mais à frente.

Do mesmo modo, não têm faltado além-fronteira, casos emblemáticos de acionistas minoritários que designam membros para o órgão de administração da sociedade de forma abusiva. O perigo é sobretudo sentido nas sociedades abertas, em que *Hedge Funds* adquirem uma posição relevante na estrutura acionista, acabando não raras as vezes, por ter uma intervenção na vida da sociedade abusivamente ativista, com o intuito de obter níveis de retorno absoluto das suas ações.²⁸³ Esse ativismo dos *Hedge Funds* pode passar pela representação no órgão de administração, que geralmente acontece a dois níveis: (i) passando por negociação informal, que pode ser reforçada por pressão pública; (ii) por outro lado pode também consistir na designação de representantes e na destituição de membros dos órgãos de administração.²⁸⁴

Exemplo de designação de administradores abusiva, o caso da *General Motors* que viu designado para o seu conselho de administração um representante do fundo de investimento,

Um outro ação judicial que ocorreu na Alemanha foi o caso *Kochs Adles* em que a assembleia geral da sociedade, deliberou a fusão com a sociedade *Durkopp GmbH AG*. Um acionista minoritário pediu a anulação da deliberação contra *Kochs Adles AG* e esta alegou abuso de direito por parte da autora. O tribunal decidiu que pode haver abuso de direito de participação social (*Mitgliedschaftrecht*). Cfr. BGHZ; 107, 296, NJW, 1989, 2689, Jus, 1990, p. 269 (Cfr. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE; *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015, p. 104 – 105)

(²⁸²) Cfr. ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Abuso de Minoria*, (in) *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Almedina, Coimbra, p. 66

(²⁸³) O ativismo dos *hedge funds* é um reconhecido problema que tem vindo a emergir cada vez nos mercados de capitais, sobretudo no E.U.A. O ativismo serve de ameaça aos administradores e interrompe os seus planos de negócio a longo prazo, de forma a que os *hedge funds* possam maximizar os seus retornos a curto prazo. Este problema levou a que autores qualificassem este problema como os *hostiles takeovers* dos Séc. XXI. Cfr. BRATTON, WILLIAM W.; *Hedge Fund Activism, Poison Pills, and the Jurisprudence of Threat*; (in) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2835610.

(²⁸⁴) Cfr. ANTUNES, MIGUEL PAIVA; *Hedge Funds e Ativismo Societário*, Universidade Católica de Lisboa, 2102, (in) http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13675/1/Miguel%20Paiva%20Antunes_Hedge%20Fu%20e%20o%20Activismo%20Societ%C3%A1rio_Ag.pdf

neste caso o fundo *Tracinda Corporation* do bilionário *Kim Kerkorian*, que detinha 9,9 % da construtora de automóveis.²⁸⁵

Este fundo, representado na *Board* por *Jerome York*, era a cabeça por detrás da apresentação de um plano de aliança da construtora americana com a Nissan/Renault, que o atual presidente e CEO da *General Motors*, *Rick Wagoner*, acabou por rejeitar. O CEO, assim como a maioria da *Board*, tinham tido no primeiro trimestre de 2005, prejuízos acumulados de 1,1 bilhão de dólares, e a única forma de salvar a companhia, era fazer um *downsizing* estrutural nas fábricas, especializando as unidades fabrico de veículos.

A estratégia de *Kim Kerkorian*, representado na *Board* por *Jerome York*, passava por pressionar os restantes membros para que a *General Motors* formasse uma aliança com a *Nissan/Renault*.

Contudo a maioria dos analistas via esta aliança como uma forma de maximizar o valor das ações a curto prazo, de forma que a *Tracinda Corporation*, nas melhores condições de mercado, vendesse a sua participação. *Kim Kerkorian*, perdeu este braço de ferro e acabou um ano depois por se desfazer do 9,9 % de ações que detinha na *General Motors*.

IV. O abuso de minoria, apresenta dificuldades que decorrem da diversidade de motivações que podem estar na origem do comportamento dos acionistas minoritários. No caso da *General Motors*, um minoritário apenas tomou em linha de conta o seu interesse pessoal, ignorando o interesse da sociedade. Mas existem outras práticas que as minorias podem adotar, e que podem configurar um abuso de minoria: não concorda com a conceção de interesse social da maioria, julga-se perseguida pela maioria e move-se por um forte sentimento de animosidade, desinteressa-se pela atividade social, move-se numa perspetiva exclusiva de desestabilização, independentemente das vantagens que possa vir a ganhar. A motivação das minorias pode ser de várias ordens, o que cria dificuldades quanto ao sentimento de estar a proteger e fazer valer aquilo que entende ser o melhor para o interesse social ou, se está a incorrer numa prática abusiva.²⁸⁶

Para ajudar a detetação de determinadas práticas prevaricadoras no processo de indigitação de administradores, o instituto do abuso de minorias pode consistir no exercício disfuncional de direitos de minoria qualificada, ou, em táticas obstrucionias à tomada de

⁽²⁸⁵⁾ Cfr. *Renault, Nissan and General Motors – Sayonara, General Moteur, The Economist*, (in) <http://www.economist.com/node/7141713>

⁽²⁸⁶⁾ Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit.*, p. 405 - 406

decisão. No primeiro, estariam em causa as *regras especiais de eleição* do artigo 392.º. No segundo caso, estariam patente as hipóteses em que a minoria, aproveitando-se do seu “peso” evitaria a tomada de decisões da maioria. É o problema das *regras de eleição reforçada* do n.º 2 do artigo 391.º.

V. Contudo, se no sufrágio de administradores ocorrer uma situação de abuso de minoria nem sempre a reconduzimos para o âmbito das deliberações abusivas do artigo 58.º, n.º 1, al. b), podem ocorrer casos em que o exercício abusivo do direito se compagine com o abuso do direito do artigo 334.º CC. Dependerá sempre de uma análise casuística.

Destarte, temos que ter como perspectiva o seguinte: se estivermos confrontados com a manipulação da deliberação, através do exercício de voto desvirtuado, em que os minoritários querem prejudicar a sociedade, ou, conseguir benefícios para si ou terceiros causando danos na sociedade e nos outros sócios, julgamos estar perante a figura das deliberações sociais com fixação normativa no artigo 58, n.º 1 al. b). Por outro lado, estando em causa a execução de outros direitos que não atingam a deliberação social pelo direito de voto, a consequência de ter um comportamento abusivo será direcionada para o abuso de direito do artigo 334.º CC. Tal entendimento deve-se ao facto de ser inexequível a subsunção dos atos disfuncionais das minorias com o regime das deliberações abusivas.

11.1 O Abuso das Minorias como tática obstrucionista à designação de administradores nas regras de eleição de reforçada

I. O abuso de minoria pode manifestar-se através de táticas obstrucionistas que impedem a tomada de decisão pela maioria na assembleia geral. Pense-se na ausência ou até mesmo no abandono de alguns acionistas minoritários no momento em que se vai proceder à votação, ou, por outro lado, numa posição de bloqueio assumida pelos minoritários numa assembleia geral. Estas estratégias obstrucionistas, estão funcionalmente ligadas com a assembleia geral, e a sua finalidade é a de impedir que decisão final seja tomada.²⁸⁷

⁽²⁸⁷⁾ Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit.*, p. 406

ANTONIETTA CHIANTIA²⁸⁸, tem sustentado que o obstrucionismo da minoria ocorre de maneira sistemática, nos termos da qual, a conduta dos minoritários revele um claro desrespeito pelos respetivos agentes sobre a atividade social, por manifesta violação das imposições decorrentes do dever de lealdade.

Na maioria das vezes, os acionistas reúnem-se na assembleia geral para discutir mais do que um ponto constante na ordem de trabalhos, momento mais do que tempestivo para que os minoritários possam perturbar o funcionamento da reunião de acionistas, e exercer de forma totalmente desproporcionada o seu direito de participação, discussão, apresentação de propostas, requerimento de informações, etc.

Ocorrida uma sequência de comportamentos infundados, em que um acionista minoritário numa assembleia geral rejeita liminarmente e sucessivamente os pontos da ordem de trabalhos, não ouvindo com atenção devida as propostas do outro lado, incorre num claro indício de comportamento abusivo.

II. Não é fácil detetar se estamos perante um comportamento abusivo perpetrado pelos minoritários, isto levou a que PEDRO PAIS DE VASCONCELOS²⁸⁹, elencasse alguns exemplos de sócios desleais para com a sociedade, designando como sócios «*corsário*» ou «*flibusteiro*», aqueles associados que, tendo um posição social de minoria, visam somente perturbar o funcionamento da sociedade; ou pressionar os outros sócios ou a própria sociedade a adquirir a sua participação por um preço acima do valor pelo qual compraram a participação. O sócio «*flibusteiro*», tem apenas como objetivo inulizar a tomada de decisões na assembleia geral e consequentemente que a sociedade prossiga certas orientações, sem qualquer justificação plausível. Diferentemente, o sócio «*corsário*», caracteriza-se porque para além de ter intentos meramente obstrucionistas da assembleia geral, pretende que a sua participação seja adquirida por um preço mais elevado ao do valor de mercado. Um acionista minoritário, ou um grupo de acionistas minoritários, se tiver participação social necessária para obstruir a aprovação da lista de administradores apresentada pela maioria, pode muito bem bloquear a deliberação eletiva, provocando a venda da sua participação por um preço irrisoriamente alto.

(²⁸⁸) Cfr. CHIANTIA, ANTONIETTA; *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, *Facoltà di Economia e Commercio, Milano, 2000 p. 179 - 180*

(²⁸⁹) Cfr. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, *Almedina, 2014, reimpressão da 2.ª ed., 2006, p. 359 - 360*

III. Esta vertente do abuso de minoria, a nosso ver está associado às regras de maioria reforçada no n.º 2 do artigo 391.º, especialmente nas hipóteses da I parte da norma, em que os estatutos preveem que a designação de administradores só é aprovada se estiver reunida uma maioria especial.

Temos a convicção que um grupo de minoritários incorre numa situação de abuso de minoria, se for provado que o bloqueio tem apenas como finalidade paralisar a sociedade, dado que esta não tem uma gestão que dirija a sociedade, sendo que os acionistas da maioria estarão colocados na contingência de terem de recorrer a expedientes judiciais para designar administradores (cfr. artigo 394.º).

IV. Não se revela simples saber de que forma em assembleia geral poderá ser contrariado o comportamento dos minoritários que bloqueiam a aprovação de lista de administradores, onde inevitavelmente a única forma de impugnar o bloqueio se vislumbra por via judicial segundo o arrazoado do artigo 394.º

A resposta nem parece estar nos poderes do presidente da mesa onde lhe cabe ter poderes de direção e condução da reunião. Quanto muito, poderia suspender a sessão (n.º 1 do artigo 387.º) ou retirar a palavra a um minoritário, o que a nosso ver não resolveria o problema de fundo.

De jure condendo, uma via de solução, poderia ser através do reforço de poderes do Presidente de Mesa, conferindo-lhe não só poderes de direção, mas também poderes disciplinares. Estes últimos, consagrados em Itália, assumem carácter eventual, excecional e provisório cabendo recurso das suas decisões disciplinares para o plenário da assembleia.^{290/291}

Detetada a presença de um «sócio corsário» pelo Presidente de Mesa que bloqueie injustificadamente a designação de administradores, este poderia sancionar o acionista minoritário de modo que este reponderasse a sua posição.

A - Os remédios para impedir táticas obstrucionistas

I. A posição do Presidente de Mesa para arbitrar este tipo de hipóteses pode revelar-se ineficaz, e será praticamente inevitável recorrer ao poder judicial para dirimir as situações em que alegadamente, um grupo de minoritários revela condutas desleais com a sociedade.

⁽²⁹⁰⁾ Cfr. CHIANTIA, ANTONIETTA; *ob., cit., p. 190*

⁽²⁹¹⁾ Cfr. TRIUNFANTE, PAIS DE; *ob., cit., p. 419*

Poderíamos apontar quatro remédios para genericamente solucionar este problema: (i) exclusão de acionistas – o que é polémico na doutrina; (ii) execução específica dos votos; (iii) voto por representante judicial *ad hoc*; (iv) e a recontagem dos votos. Iremos apenas analisar os dois últimos, pela pertinência e maior utilidade que apresentam face ao problema da designação de administradores.

II. A primeira solução que se encontra para validar judicialmente a designação de administradores, não aprovada devido ao comportamento abusivo dos minoritários é a *recontagem dos votos*. Por esta via, expurgados os votos inválidos, o julgador procederia a uma nova recontagem, e, sendo caso disso, declararia aprovada a deliberação.

A grande vantagem deste remédio habita na sua rápida operacionalidade, porque permite dar resposta àqueles casos em que a adoção da medida se mostre urgente, como é o perigo de uma sociedade ficar sem uma gestão plenipotenciária para administrar a sociedade. Perante uma ação judicial em que é pedido pela maioria a recontagem dos votos, o juiz limita o seu julgamento ao controlo da licitude do direito de voto, não tendo que se substituir a ninguém para a emissão de um novo voto, nem tendo que nomear ninguém para votar de acordo com o interesse social.

III. Algumas decisões de tribunais franceses têm defendido a designação de um mandatário para representar os sócios minoritários na nova assembleia e votar em nome deles, de acordo com o interesse social e sem prejuízo dos interesses daqueles.

Esta posição não é, contudo, isenta de críticas. Desde logo, porque o exercício do direito de voto deve ser considerado uma prestação de facto fungível, ou não fosse um direito suscetível de ser transmitido voluntariamente pelo seu titular, não obstante constituir uma declaração de vontade (vide, artigos 189.º, n.º 4; 249.º n.º 5 e 380.º, n.º 1 todos do CSC). Deste modo, o argumento que vale para a admissibilidade da declaração de aprovação imediata da deliberação após anulação dos votos abusivos, que referimos a propósito da recontagem dos votos, também terá forçosamente que valer aqui. Ao que acresce, o facto de neste caso não se estar a negar o exercício do direito de voto, mas sim a restringi-lo.

De facto, tendo o tribunal designado um mandatário para votar por alguém que anteriormente bloqueou a eleição de administradores, e tendo esse mandatário conhecimento do sentido do voto abusivo, dificilmente conseguirá fazer um juízo independente de modo a distinguir aquilo que é o interesse social e os legítimos interesses dos acionistas minoritários à administração

11.2 O O abuso de minoria como exercício disfuncional das regras especiais de eleição

I. O direito de minoria qualificada previsto pelo artigo 392.º, constitui uma das figuras centrais deste trabalho, sendo traçadas diversas considerações sobre este tipo de direito. Deixámos para o final, um dos aspetos que pela sua proximidade com as matérias tratadas nos capítulos anteriores gostaríamos de versar.

O exercício disfuncional de direitos de minoria qualificada forma uma das principais modalidades do abuso de minoria. O objetivo nesta sede não é impedir que a deliberação social se concretize, mas perpetrar diretamente o abuso através do exercício de faculdades atribuídas por lei aos acionistas minoritários.²⁹²

A respetiva titularidade de um direito de minoria qualificada, *maxime*, as regras especiais de eleição, permite que esses direitos sejam exercidos em função de interesses pessoais dos acionistas, sem uma obediência estrita e direta ao interesse social. Claro se torna, que o exercício das regras especiais de eleição, como direito de minoria qualificada, tem intrinsecamente limites, não podendo os minoritários causar prejuízos infundados à sociedade e aos restantes acionistas. Por essa via, os direitos de minoria qualificada sofrem as mesmas restrições que todos os outros direitos – o limite postulado pelo instituto do abuso de direito (cfr. 334.º CC).

II. É preciso procurar entender o fundamento do direito da designação das minorias, pois não podemos chegar à conclusão de que a designação de administradores pelos minoritários exercida à revelia da maioria é um direito praticado de forma abusiva

O que particularmente se extrai das regras especiais de eleição (cfr. artigo 392.º), direciona-se ao contacto imediato com a gestão social, para quem é sócio mas não faz parte do núcleo duro da sociedade que tem o controlo da gestão social. Assim, a maior parte das vezes, o exercício das regras especiais de eleição revelar-se-á incómodo para quem vê a sua atividade a ser fiscalizada.

De outro lado, as regras especiais de eleição desempenham uma função de “*tutela da maioria*” por servirem de estímulo à gestão estável e eficiente do ente societário.²⁹³

⁽²⁹²⁾ Cfr. TRIUNFANTE, PAIS DE; *ob., cit.*, p. 420

⁽²⁹³⁾ Cfr. FERRARI, ALDO; *L'abuso del diritto, Riv. Soc.*, 1987, p. 125 – 126; Cfr. TRIUNFANTE, ARMANDO; *ob., cit.*, p. 420

O que não é aceitável é que o recurso às regras especiais de eleição seja utilizado para a prossecução de intentos manifestamente perturbadores da vida social.

III. O exercício disfuncional das regras especiais de eleição coloca questões interessantes, atendendo às especificidades suscitadas pela respetiva ocorrência. Muitos dos direitos, pensados pelo CSC para os acionistas minoritários, desenrolam-se no seio da vida social, sendo estabelecida uma relação entre sócios, ou entre estes e o ente corporativo. Devido a este fenómeno, torna-se muitas vezes difícil determinar quando ultrapassamos a legítima tutela dos interesses minoritários para formas abusivas do direito.

Exemplo que entendemos que ocorreu uma situação de abuso de minoria, foi o caso *Águas de Portugal* que já mencionamos atrás nesta tese²⁹⁴. Numa deliberação que estava em cima da mesa para designar a gestão social, foi apresentada uma lista composta por cinco candidatos para o conselho de administração pelo acionista maioritário - *Águas de Portugal* - com 67,7% das ações, aprovada com os votos desta. Rejeitaram a proposta, os outros dois blocos de acionistas, detentores de 15,8% de ações, e os outros com 16,4% das ações.

Em disputa, pelos dois grupos minoritários, apenas estava um lugar para o conselho de administração, e estes tinham segundo os estatutos o direito de designar um administrador através do sistema de eleição pelos vencidos (n.º 6 e 7 do artigo 391.º).

O que foi sujeito a julgamento foi a licitude de os minoritários elegerem um administrador contra ao qual tinham rejeitado na votação geral. Onde temos a convicção, que o grupo minoritário que ganhou a eleição para o lugar de administrador reservado para os minoritários, apenas quis privar o direito do outro grupo minoritário à administração.

Esta conduta dos minoritários afigura-se como um comportamento abusivo, por desviar-se da realização do “*fim social ou económico*”²⁹⁵ do n.º 6 e 7 do artigo 392.º. Sempre que os titulares dos direitos tenham comportamentos que não sejam concordantes com a função social, económica da dimensão objetiva de um direito reconhecido pela ordem jurídica, o seu exercício é havido como abusivo.

⁽²⁹⁴⁾ Cfr. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; *Teoria Geral do Direito Civil, Almedina, Coimbra, 8.ª Edição, 2015, p. 269*

⁽²⁹⁵⁾ Cfr. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; *ob., cit., p. 270*

A - Os remédios para o exercício disfuncional das regras especiais de eleição

I. O problema que agora analisamos – *Os remédios para o exercício disfuncional das regras especiais de eleição* – tem uma linha mais próxima do abuso de direito do artigo 334.º CC do que com as deliberações abusivas (cfr. artigo 58., n.º 1, al. b)).

Como tal, nesta vertente do abuso de minoria, sem negar a existência do direito dos minoritários à gestão, consignado pelas regras especiais de eleição, o tribunal deve entender que aquele direito que está a ser invocado e tal como está a ser invocado não justifica a pretensão dos minoritários a eleger um administrador, tal e qual como está formulada.

O tribunal não nega que os acionistas minoritários possam designar administradores segundo as regras especiais de eleição: até porque senão existe direito não pode haver abuso; mas, contudo, sentencia que esse direito não pode nem deve ser exercido do modo e com as consequências jurídicas que o titular pretende. Por isso, a decisão não extingue o direito na esfera jurídica dos acionistas da minoria, mas delimita o seu exercício lícito, e decide que a pretensão dos acionistas não tem fundamento naquele caso concreto.

Destarte, o remédio para o exercício disfuncional das regras especiais de eleição afigura-se genericamente à denegação da pretensão abusiva e à invalidade do ato abusivo.

CONCLUSÕES

I – A grande dificuldade do estudo das maiorias e minorias societárias reporta-se precisamente com a falta de um objeto imediatamente apreensível. Isto é, não se trata de uma noção puramente jurídica resultando em abstrato da relação de forças entre as várias fações de acionistas. Não é portanto, um conceito unívoco, ele está subordinado a uma análise casuística da vida social.

II – O CSC prevê um grupo de normas que capacitam os acionistas minoritários com o direito de designar administradores. Esse direito está distribuído pelos artigos 391º, n.º 2 – *regras de eleição reforçada* – e 392º – *regras especiais de eleição*. – A execução de um ou outro direito pelos minoritários produz efeitos jurídicos diferentes na sua pretensão para serem representados no órgão de administração: enquanto no primeiro é constituído um *efeito negativo*, no segundo é produzido um *efeito positivo* para designar administradores.

III – O *efeito negativo* previsto pelo 391.º, n.º 2 prevê dois mecanismos diferentes: As *regras de maioria especial* (I parte do n.º 2 do artigo 391.º) e o direito de veto conferido a certa categoria de ações (II parte do n.º 2 do artigo 391.º). Os dois mecanismos, por meio de um acordo, visam que os blocos da maioria e da minoria apresentem uma lista homogénea de administradores, conducente à aprovação da lista global ou parcial dos membros do órgão de administração.

IV – O efeito negativo da *regra de maioria especial* permite para além da possibilidade de se ter de negociar uma lista em comum de administradores que tenham a confiança dos maioritários e dos minoritários, por estes últimos bloquearem a deliberação da maioria, a *regra de maioria especial*, pode ser conjugada com o *mecanismo de designação pelos vencidos*, com base nas seguintes condições:

a) Por a *regra de maioria especial* e o *mecanismo de designação pelos vencidos*, operarem disjuntamente no processo eleitoral.

b) A cumulação das duas regras especiais é inoperável se houver uma restrição do âmbito do n.º 8 do artigo 392.º

c) Pode ajudar a amenizar situações de tensão, pois na contingência de a minoria bloquear a deliberação da maioria a assembleia geral pode ficar num impasse se não houver entendimento entre as diferentes fações.

Exemplo da conjugação da regra da maioria especial com o mecanismo de designação dos vencidos pode-se retirar da alínea g) do n.º 2 do artigo 14.º dos estatutos da GALP.

V – O *direito de veto conferido a certas categorias de ações* consiste num direito especial atribuído a certas ações de vetar a designação de alguns administradores indigitados pela coletividade de acionistas. A razão de ser desta regra visa assegurar aos titulares de ações privilegiadas a faculdade de poderem influenciarem a designação de alguns administradores.

VI – As *golden shares* do Estado Português apresentam zonas nas sua morfologia permeáveis ao direito privado das sociedades comerciais. Não obstante a sua natureza jurídica decorrer do direito público, o artigo 15.º da Lei Quadro de Privatizações, carecia de concretização mais específica, pelo que em algumas matérias, e especificamente no âmbito da designação de administradores por acionistas minoritários, o legislador remeteu para a II parte do n.º 2 do artigo 391.º – *direito de veto conferido a certas categorias de ações*.

VII – Todavia o direito especial a designar administradores que o Estado Português detinha sobre a EDP foi sujeito a apreciação pelo TJUE. O tribunal declarou que a *golden share* que o Estado Português detinha da EDP violava os tratados, por constituir uma restrição injustificada ao mercado de capitais. Pois, temos a convicção que o funcionamento equitativo do mercado de capitais é posto em causa pela *golden share* na EDP, dado que esta ação privilegiada do estado derogava a aplicação das regras especiais de eleição do artigo 392.º

Ademais, o afastamento das regras especiais de eleição prejudica o funcionamento equitativo do mercado de capitais porque o artigo 392.º pode servir de estímulo para que investidores entrem na estrutura acionista da EDP, o que seria uma forma de conseguir capitais próprios para empresa.

VIII – As regras especiais de eleição do artigo 392.º plasmam dois mecanismos de designação de administradores: o *mecanismo de eleição isolada* (cfr. artigo 392.º, n.º 1 a 5) e o *mecanismo de designação pelos vencidos* (cfr. artigo 392.º, n.º 6 e 7). Os dois mecanismos são cumuláveis no pacto social, porque: (i) maximizam as hipóteses que os minoritários têm para serem representados no órgão de gestão, o que serve de incentivo para a captação de capitais próprios para a sociedade; (ii) e porque os dois mecanismos de eleição estão assentes em

métodos distintos de reagir contra a deliberação da maioria: o mecanismo de eleição isolada é um forma de atuação preventiva (*ex ante*) e o mecanismo de designação pelos vencidos é uma forma de atuação reativa (*ex post*).

IX – O mecanismo de eleição isolada vem regulado pelo n.º 1 a 5 do artigo 392.º, e incide, não sobre o direito de voto, mas sobre as ações. Por conseguinte, qualquer grupo de acionistas, tenha ou não direito de voto, esteja ou não impedido de votar, pode, desde que reunido entre 10% a 20% do capital social, apresentar uma lista de candidatos que será eleito pelo princípio maioritário.

X – O mecanismo de eleição isolada está, todavia, limitado pelo direito à informação da maioria, na medida que o grupo de minoritário que queira apresentar uma lista de administradores deverá de entregar até 15 dias à data da realização da assembleia geral, a lista com os nomes dos candidatos acompanhada com os demais documentos relevantes (cfr. 289, n.º 1, al. d)).

Não entendemos que haja alguma omissão por parte da Lei quanto ao prazo para as listas apresentadas pelo grupo de minoritários serem depositadas na sociedade, pois o CSC não faz nenhuma distinção entre as maiorias e as minorias. Deste modo aplica-se igualmente ao mecanismo de eleição isolada (artigo 392.º n.º 1 a 5) a fixação normativa do artigo 289.º, n.º 1, al. d).

XI – Segundo o mecanismo de designação pelos vencidos (cfr. artigo 392.º, n.º 6 e 7), uma minoria insatisfeita com os nomes que vão compor o órgão de administração, se votar contra a proposta que fez vencimento segundo as regras gerais de eleição, e se reunir 10% do capital social, tem o direito de designar um administrador.

XII – Alguma doutrina tem admitido que os estatutos poderão elevar os 10% para um limite mínimo mais elevado. Todavia, é nosso entendimento que o legislador quis apenas salvaguardar que o mecanismo de designação pelos vencidos, só estivesse sujeito a um limite mínimo de capital social. Por conseguinte, aumentar o limite mínimo de 10% tornaria ainda mais difícil o acesso das minorias à administração.

XIII – Um dos problemas nevrálgicos sobre o regime das regras especiais de eleição versa sobre apuramento do capital social, onde se questiona se se deve tomar em consideração apenas o capital circulante ou também as regras estatutárias que moldam o capital social.

XIV – As ações próprias não devem em nenhuma circunstância ser contabilizada para efeitos de contabilização do capital social necessários para eleger administradores. No caso das maiorias essa inibição decorre *ex lege* do n.º 5 do artigo 386.º, no caso das minorias deverá ser aplicado por via analógica como dita o n.º 1 e 2 do artigo 10.º do Código Civil. O recurso à analogia justifica-se como preenchimento de lacunas que se justifica por uma razão de coerência normativa ou de justiça relativa.

XV – Para efeitos de representação das minorias no órgão de administração verificam-se situações que podem implicar o desalinhamento entre a percentagem de participação acionista e a percentagem de direitos de voto. No caso das ações próprias, estas deverão ser descontadas no capital para cálculo das percentagens definidas dos sistemas de eleição isolada e designação pelos vencidos, por via analógica do artigo 386.º, n.º 5.

Quando estejam em causa ações preferenciais sem direito de voto e ações temporariamente sem direito de voto, estas não poderão ser tidas em conta para cálculo da percentagem a exercer sobre o mecanismo de designação pelos vencidos nos termos do artigo 392.º, n.º 6. No caso das ações preferenciais, se a sociedade durante dois exercícios económicos não tiver pago qualquer dividendo prioritário, os acionistas titulares de ações preferenciais, desde que observados os requisitos do artigo 392.º, n.º 6 podem designar administradores.

Tratando-se do sistema de eleição isolada, os acionistas minoritários titulares de ações preferenciais sem direito de voto e ações temporariamente sem direito de voto, não estão inibidos de subscrever listas a apresentar na assembleia geral.

XVI – O artigo 393.º n.º 5, permite que o suplente eleito pelas minorias substitua um administrador efetivo eleito através das regras especiais de eleição previstas no artigo 392.º. Todavia, o legislador não previu nenhuma regra análoga sobre a designação de administradores por meio do artigo 391.º, n.º 2. Tal deve-se ao facto de a maioria ter de negociar com a facção minoritária uma lista à assembleia que tenha possibilidade de fazer vencimento, onde poderá constar uma lista de suplentes comum aos dois lados.

XVII – O legislador impossibilita a cooptação em caso de falta definitiva do administrador eleito segundo as regras especiais de eleição (cfr. 393.º, n.º 7). Pois permitindo-se a cooptação do administrador eleito segundo as regras especiais de eleição, facilmente se subtraía a representação dos minoritários no órgão de administração, pois certamente os gestores eleitos pela maioria não designariam um membro que fosse da confiança da minoria.

A cooptação do administrador da confiança minoritários eleito segundo as regras de maioria reforçada, também deve ser proibida, com base na doutrina *HOLZMULLER*, pois ao contrário, permitindo-se a cooptação estaria a dar-se cobertura a um desequilíbrio na distribuição de poder da sociedade. que o n.º 2 do artigo 391.º também quis evitar.

XVIII – Os administradores eleitos ao abrigo das regras especiais de eleição podem ser destituídos sem justa causa (n.º 2 do artigo 403.º), não sendo essa destituição eficaz se contra ela tiverem votado contra, pelo menos, acionistas que representem 20% do capital social.

XIX – A fixação normativa dos artigos 391.º n.º 2 e 392.º acabam por ser um corolário do artigo, 21.º, n.º 1, al. d), salvaguardando um direito fundamental de outros acionistas, que não os do controlo, que por serem proprietários de uma participação social expressiva, podem designar administradores para o órgão de gestão da sociedade.

XX – A maior parte dos autores que tem estudado o instituto de designação de administradores por acionistas minoritários, distribui o âmbito do instituto por categorias específicas de acionistas.

Defendemos que o campo de aplicação do artigo 391.º n.º 2 e artigo 392.º não deve ser restringido com base nos diferentes tipos de acionistas. Para alguns autores as regras especiais de eleição só podem ser acionadas pelo tipo de acionista - investidor institucional - e o direito de veto conferido a certas categorias de ações só pode ser conferido aos acionistas empresários.

Achamos este entendimento errado. Porquanto, todos os acionistas devem ser tratados de forma equitativa e paritária na forma como exercem os seus direitos sociais.

XXI – Temos que ter em consideração que o motivo primordial para a eleição dos minoritários para o órgão de gestão terá que ter em linha de conta um certo equilíbrio institucional entre os blocos da maioria e da minoria, como condição para garantir a estabilização do poder da sociedade, funcionando como um mecanismo interno de “*checks and balances*.” Sobretudo nos países com um mercado de capitais que têm uma estrutura acionista concentrada, o direito para designar administradores serve para controlar o desempenho da maioria na gestão social, impedindo que esta exproprie o valor da empresa, à custa das assimetrias de informação dos minoritários, para benefício próprio da maioria. É aquilo a que se veio a designar de – *tunneling* –.

Por outro lado, particularmente nas sociedades abertas à subscrição pública, o direito de designar administradores pode servir de fonte de captação ao investimento ao maximizar as probabilidades dos acionistas minoritários virem a ser representados no órgão de administração.

XXII – Os direitos sociais das minorias podem ser exercidos de forma abusiva, em prejuízo para a atividade societária e para os restantes sócios. No sufrágio de administradores podem ocorrer situações de *abuso de minoria*, que causisticamente terão de ser ponderadas, de modo a saber se as reconduzimos para o âmbito das deliberações abusivas do artigo 58.º, n.º 1, al. b), ou para os casos do abuso do direito do artigo 334.º CC.

Se os acionistas minoritários manipularem a deliberação social querendo simplesmente prejudicar a sociedade ou obter benefícios especiais em prejuízo da sociedade, através do seu direito de voto, caímos nas situações das deliberações abusivas (cfr. 58.º n.º 1, al. b)); por outro lado, estando em causa a execução de outros direitos que não atinjam a deliberação social através do direito de voto, a consequência de ter um comportamento abusivo será direcionada para o abuso de direito do artigo 334.º CC.

XXIII – Um grupo de minoritários incorre numa situação de abuso de minoria, se for provado que o bloqueio tem apenas como finalidade paralisar a sociedade. Esta vertente de abuso de minoria assume especial acuidade mediante as regras de eleição reforçada (cfr. 391.º, n.º 2), revestindo-se como uma *tática obstrucionista* perpetrado pelos minoritários.

XXIV – O remédio para este comportamento abusivo pode operar através da *recontagem dos votos*. Por esta via, expurgados os votos inválidos, o julgador procederá a uma nova recontagem, e, sendo caso disso, declarará aprovada a deliberação. Ou então, através da designação judicial de um mandatário para representar os sócios minoritários na nova assembleia e votar em nome deles, de acordo com o interesse social e sem prejuízo dos interesses daqueles.

XXV – O *exercício disfuncional das regras especiais de eleição* (cfr. 392.º) forma uma das vertentes do abuso de minoria. Nesta sede, a indigitação de administradores pelos minoritários, não visa impedir que a deliberação social se concretize, mas exercer abusivamente uma faculdade concedida pela Lei.

É preciso procurar entender o fundamento do direito da designação das minorias, pois não podemos chegar à conclusão de que a designação de administradores pelos minoritários exercida à revelia da maioria é um direito praticado de forma abusiva. O que não é aceitável é

que o recurso às regras especiais de eleição seja utilizado para a prossecução de intentos manifestamente perturbadores da vida social.

XXVI – O remédio para o exercício disfuncional das regras especiais de eleição habita no abuso de direito do CC, sendo este problema solúvel perante tutela judicial em que a maioria pede ao tribunal que: sem negar a existência do direito dos minoritários à gestão, consignado pelas regras especiais de eleição, decida que aquele direito que está a ser invocado e como está a ser invocado, não justifica a pretensão dos minoritários para eleger um administrador.

ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO

- ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Código das Sociedades Comerciais em comentário, Volume VI, IDET, Almedina, 2013*
- ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Curso de Direito Comercial, Vol. II – Das Sociedades, Almedina, Coimbra, 5.ª ed.º, 2015*
- ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Governança das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 2.ª ed.º, 2010*
- ABREU, JORGE COUTINHO DE; *Abuso de Minoria, (in) Probemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina, Coimbra, 2ª reimpressão, 2008*
- ABREU, MIGUEL CANCELA; *Private Benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário, (in) Direito das Sociedades em Revista, Vol. 15, 2015*
- ALBUQUERQUE, PEDRO DE e MARIA DE LURDES PEREIRA; *As “Golden Shares” do Estado Português em Empresas Privatizadas – Limites à sua admissibilidade e exercício –, Almedina, Coimbra, 2006*
- ALEXANDRE, ISABEL; *Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum, (in), Direito dos Valores Mobiliários, Volume V, 2008*
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. I, Coimbra editora, Coimbra, 7.ª ed.º 2013*
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; *A Estrutura Organizatória das Sociedades, (in), Problemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina, Coimbra, 2.ª Reimpressão, 2008*
- ALVARO, SIMONE; GIOVANNI MOLLO e GIOVANNI SICILIANO; *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate, Quaderni giuridici, CONSOB, n.º 1, 2012, p. 16 (in) http://www.consob.it/main/consob/publicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg1.html*
- ALVES, CARLOS F.; *Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades? Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 8, p. 23 (in) <http://www.cmv.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN8.aspx?v=>*

- ANDRADE, MANUEL DE; *Teoria Geral da Relação Jurídica, I, Vol. I, Almedina, Coimbra, 1997*
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA; *Os Grupos de Sociedades, Almedina, Coimbra, 2.ª edição, 2002*
- ANTUNES, MIGUEL PAIVA; *Hedge Funds e Ativismo Societário, Universidade Católica de Lisboa, 2102, (in) http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13675/1/Miguel%20Paiva%20Antunes_Hedge%20Funds%20e%20Activismo%20Societ%C3%A1rio_Ag.pdf*
- ARAÚJO, LUÍS FILIPE DE; *Comissão de Auditoria: regras especiais de eleição e substituição de administradores (falta definitiva e cooptação), Direito das Sociedades em Revista, II Congresso*
- BANDEIRA, PAULO; *A Designação de Administradores por Acionistas Minoritários, (in) A Designação de Administradores, (Col.) GovernanceLab, Almedina, Coimbra, 2015*
- BHAGAT, SANJAI e JAMES A. BRICKLEY; *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, The Journal of Law and Economics, Vol. 27, n.º 2, 1984*
- BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *A representação de minorias acionistas no Conselho de Administração, (in), O Direito, ano 136, IV, 2004,*
- BRANCO, SOFIA RIBEIRO; *O Direito dos Acionistas à Informação, Almedina, Coimbra, 2008*
- BRATTON, WILLIAM W.; *Hedge Fund Activism, Poison Pills, and the Jurisprudence of Threat; (in) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2835610*
- BREALEY, RICHARD A., STEWART C. MYERS e FRANKLIN ALLEN; *Principles of Corporate Finance, 12th edition, 2013*
- BRICKLEY, JAMES A.; *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights, The Journal of Law and Economics, Vol. 27, n.º 2, 1984*
- CÂMARA, PAULO; *Manual de Direito dos Valores Mobiliários, Almedina, Coimbra, 3.ª edição, 2016*
- CÂMARA, PAULO; *Código do Governo das Sociedades Anotado, (Col.) Governance Lab, Almedina, 2012*
- CÂMARA, PAULO; *Introdução: Designação de Administradores e Governo das Sociedades, (in) A Designação de Administradores, (Col.) GovernanceLab, Almedina, Coimbra, 2015*
- CÂMARA, PAULO; *The end of the “Golden” Age of Privatisations? The recente ECJ decisions on Golden shares*
- CANOTILHO; JOAQUIM GOMES; *Direito Constitucional e Teoria da Constituição, Almedina, Coimbra, reimpressão da 7.ª ed., 2016*

- CANNU, PIERRE LE; *L'abus de minorité*, Bull Joly, 1986
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE; *Valores Mobiliários, Conceito e Espécies*, FDUCP, 2.^a ed.º, 1998
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE; *Imputação de Direitos de Voto no Código de Valores Mobiliários*, (in), *Cadernos de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2005, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Pages/CadernoN7.aspx?v=>
- CHIANTIA, ANTONIETTA; *L'ostruzionismo nell'assemblea delle società per azioni*, *Facoltà di Economia e Commercio*, Milano, 2000
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Ações Preferenciais sem voto*, (in), *ROA*, ano 60.º, Lisboa, Dezembro de 2000
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Acordos Parassociais*, (in), *ROA*, ano 61, 2001
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. I, das Sociedades em Geral –*, Almedina, Coimbra, reimpressão da 3.^a ed., 2011
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Manual de Direito das Sociedades – Vol. II, das Sociedades em Especial –*, Almedina, Coimbra, 3.^a ed., 2014
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES; *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (cord.) *Menezes Cordeiro*, Almedina, Coimbra, 2014
- CORREIA, ANTÓNIO FERRER; *Lições de Direito Comercial*, Lex, Lisboa, 1994
- CORREIA, LUÍS BRITO; *Direito Comercial, Vol. II*, 4.^a ed.º, 1992
- CORREIA, LUÍS BRITO; *Os Administradores das Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1993
- CORREIA, FRANCISCO MENDES; *Proxy Advisors: parte do problema e da solução* disponível em <http://www.governancelab.org/pt/post/proxy-advisors-parte-do-problema-e-da-solucao-1>
- COSTA, RICARDO; *Os Administradores de facto das sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 2014
- COYLE, JOHN F.; *Altering Rules, Cumulative Voting, and Venture Capital*, (in) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2719849
- CUNHA, PAULO OLAVO E; *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, reimpressão da 5.^a edição, 2016
- CUNHA, PAULO OLAVO E; *Os Direitos Especiais Nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993

- DIAS, CRISTIANO; *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, Coimbra, 2015
- EVANS JR., GEORGE HEBERTON; *The Early History of Preferred Stock in the United States*,
The American Economic Review, Vol. I, n.º 1
- FERRI, GIUSEPPE; *Eccesso di Potere e Tutela delle Minoranze*, Riv. Com., 1934, I
- FORIER, PAUL ALAIN; *Les Situation de Blocage dans le Societe Anonyme*, Conférence
L'ULB, 2009
- FRADA, MANUEL CARNEIRO DA; *Os Acordos Parassociais “Omnilaterais” – Um novo caso de «desconsideração da personalidade jurídica?»*, *Direito das Sociedades em Revista*, n.º 2, 2009
- FRANC, GEORGES LE; *Socialismo Reformista*, Porto Editora, 1979
- G20/OECD Principles of Corporate Governance: <http://www.oecdilibrary.org/governance/principios-de-g-overno-das-sociedades-do-g20-ocde9789264259195-pt>
- GALGANO, FRANCESCO; *Diritto Commerciale (Le società)*, 18.ª ed.º, Zanichelli Bologna, 2012
- GARRIGUES, JOAQUÍN; *Hacia um nuevo derecho mercantil*, Tecnos, 1971
- GULINELLO, CHRISTOPHER; *The Retail-Investor Votes: Mobilizing Rationally Apathetic Shareholders to preserve or Challenge the Board’s Presumption of Authority*, *Utah Law Review*, vol. 10, n.º 3, 2012
- HIRSCHMAN, ALBERT; *Exit, Voice and Loyalty, Response to Decline in Firms, Organizations and Firms*, Harvard University Press, 2001
- HOPT, KLAUS J.; *Desenvolvimentos Recentes da Corporate Governance na Europa Perspetivas para o Futuro*, *Miscelâneas n.º 5*, IDET, Almedina, Coimbra, 2008
- JOSÉ, ROSENDO DIAS; *Direito Administrativo Privado? “Golden Share” e Direito Comunitário*, *Colóquio Direito Administrativo Privado - ou a crise do direito administrativo, realizado nos dias 19 e 20 de Novembro de 2010, na Faculdade de Direito da UCP, no Porto (in) <http://www.amjafp.pt/images/phocadownload/Intervenções/colouquio2010rosendojose.Pdf>*
- LABAREDA, JOÃO; *Das acções das sociedades anónimas*, Lisboa, AAFDL, 1988
- LABAREDA, JOÃO; *Direito à informação*, (in) *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Almedina, Coimbra, 2.ª reimpressão, 2008
- LACALLE, ROCÍO MARTÍ; *El Ejercicio de los Derechos de Minoría en la Sociedad Anónima Cotizada*, Navarra, Editorial Aranzandi, 2003
- LEAL, ANA FILIPA; *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português*, (in),

Revista do Direito das Sociedades, ano 2012

- LEITÃO, ADELAIDE MENEZES; *Os acordos parassociais e o Corporate Governance, (in), Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles, Vol. II, 2014*
- LESSING, JOHN; *The Checks and Balances of good Corporate Governance, Corporate Governance eJournal of Bond University, (in) http://epublications.bond.edu.au/cgej/?utm_source=epublications.bond.edu.au%2Fcgej%2F16&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages*
- LIVRO VERDE DA UE sobre o Governo das Sociedades (in) http://ec.europa.eu/intermarket/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf
- MACHADO, JOÃO BATISTA; *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador, Almedina, Coimbra, reimpressão de 2014, 2016*
- MAIA, PEDRO; *A Função e o Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima, STVDIA IVRIDICA, 62, BFDC, Coimbra Editora, Coimbra, 2002*
- MARCOS, RUI FIGUEIREDO; *As Companhias Pombalinas: Contributo para a História das Sociedades Constituídas por Ações em Portugal, Almedina, Coimbra, 1997*
- MARQUES, ELDA; *As Recentes Alterações ao Regime das Ações Preferenciais – O Decreto Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro, DSR, NO 7, Vol. 13, 2015*
- MEDEIROS; JOSÉ TAVARES DE *Commentario da Lei das Sociedades Anónimas de 22 junho de 1867*
- MENCIA, JAVIER JUSTE *Los "derechos de minoría" en la sociedad anónima, Vol. 3 de Revista de derecho de sociedades, Arnazdi, 1995*
- MERLE, PHILIPPE; *L'abus de minorité, Riv. Soc, 1993*
- MIGNOLI, ALBERTO; *La Società per Azioni oggi. Problemi e Conflitti, Riv Soc, 1990*
- MURPHY, MICHAEL; *The nominating process for corporate boards of directors: A decision-making analysis, (in) Berkeley Business Law Review, vol. 5, n.º 2, 2008*
- NETO, ABÍLIO; *Código das Sociedades Comerciais – Jurisprudência e Doutrina, Ediforum, 2007*
- OECD Report Board Member Nomination and Election, 2012, (in) <http://www.oecd.org/daf/c/a/BoardMemberNominationElection2012.pdf>
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE; *Manual de Corporate Finance, Almedina, 2015*
- PESUCCI, PACCHI; *Gli Amministratori di società per azioni nella prassi statutaria, Riv. Soc., 1974*

- PINTO, CARLOS MOTA; *Teoria Geral do Direito Civil, Coimbra Editora, Coimbra, 4.ª ed.º, 2012*
- PITA, MANUEL A.; *A Proteção de Minorias, (in) Novas Perspetivas do Direito Comercial, Almedina, Coimbra, 1986*
- POPPER, KARL; *A Sociedade Aberta e seus Inimigos – Vol. II Hegel e Marx, Edições 70, 2013*
- REDINHA, JOÃO FRAGA; *Contribuição para o Conceito de Direitos da Minoria nas Sociedades Anónimas, Lisboa, policopiado (não editado), 1987*
- Relatório de Gestão da Galp Energia (2015); <http://www.galpennergia.com/PT/investidor/Relatorios-e-resultados/relatorios-anuais/Documents/RelatorioGoverno2015.pdf>
- Renault, Nissan and General Motors – Sayonara, General Moteur, The Economist, (in) <http://www.economist.com/node/7141713>*
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS; *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010*
- RUIZ, SÁNCHEZ; *Conflitos de intereses entre sócios en sociedades de capital (art. 52 de la Ley 2/1995, 23 de Marzo), Aranzadi, RdS Collección de Monografías, 2003*
- SALANITRO, NICOLÓ; *L'invalidità delle deliberazioni del consiglio de amministrazioni do società per azioni, Giuffrè, Milano, 1965*
- SANTOS, ANTÓNIO CARLOS DOS, MARIA EDUARDA GONÇALVES e MARIA MANUEL LEITÃO MARQUES; *Direito Económico, Almedina, Coimbra, 2014*
- SANTOS, HUGO MOREDO DOS; *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação dos Direitos de Voto, Coimbra Editora, Coimbra, 2011*
- SANZ, FERNANDO M. e MIGUEL N. MAÑEZ; *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas, Tecno, Madrid, 2.ª Ed.º, 2009*
- SCHMIDT, DOMINIQUE; *Les Droits de la Minorité dans la Société anonyme, Paris, 1970*
- SERRA, ADRIANO VAZ; *Assembleia Geral, BMJ, n.º 53, 1971*
- SERENS, MANUEL NOGUEIRA; *Notas sobre a sociedade anónima, Stvdia Ivridica, Coimbra Editora, Coimbra, 1997*
- SERENS, MANUEL NOGUEIRA; *Co-Gestão” – Que futuro?, (Separata) Estudos em homenagem ao Prof.º Dr.º J.J. Teixeira Ribeiro, IV, BBFDUC, Coimbra, 1980*
- TEIXEIRA GARCIA, AUGUSTO; *OPA – Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico; OPA — Da oferta pública de aquisição e seu regime jurídico, Studia Jurídica, 1995*
- TRIGO, MARIA DA GRAÇA; *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto,*

Verbo, Lisboa, 1988

- TRIUNFANTE, ARMANDO; *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas - Direitos de Minoria Qualificada e Abuso de Minoria -*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004
- TRIUNFANTE, ARMANDO; *Código das Sociedades Comerciais Anotado (Anotações a Todos os Preceitos Alterados)*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007
- Coimbra, 2007
- TRIGO, MARIA DA GRAÇA; *Acordos Parassociais – Síntese das questões mais relevantes*, (in), *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2.^a reimpressão, 2008
- VARELA, JOÃO ANTUNES e ANTÓNIO PIRES DE LIMA,.; *Código Civil Anotado*, (anot.) Vol. I 4.^a ed.,
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, reimpressão da 2.^a ed. 2006, 2014
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; *Responsabilidade Civil dos Administradores nas Sociedades Comerciais*, in, *Direito das Sociedades em Revista*, ano 1, vol. 1, ano 2009
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE; *Teoria Geral do Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 8.^a Edição, 2015
- VENTURA, RAUL; *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas - Comentários ao Código das Sociedades Comerciais -*, Almedina, Coimbra, reimpressão da edição de 1992, 2003
- VENTURA, RAUL, *Novos Estudos Sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Colectivo - Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, reimpressão da edição de 1994, 2003
- VENTURA, RAUL, *Acordos de Voto; Algumas Questões depois do Código das Sociedades Comerciais*, *O Direito*, ano 124.º, 1992
- XAVIER, VASCO LOBO; *A Validade dos Sindicatos de Voto no Direito Português Constituído e Constituendo*, (in), *ROA*, ano 49, 1985, III
- XAVIER, VASCO LOBO; *Sociedades Anónima*, (in) *Pólis*, 1986

JURISPRUDÊNCIA

- TJUE** - *Comissão vs. Itália de 23 de maio de 2000; Processo C-58/99; disponível em <http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30dc8a79ea7b905a43d583d8bcf2fcdb0387.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuMbNz0?text=&docid=101934&pageIndex=0&&doclang=PT&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=59566>*
- TJUE** - *Comissão vs. Portugal de 11 de novembro de 2010; Processo C-543/08; disponível em <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=78557&pageIndex=0&doclang=pt&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=434848>*
- BGH** - *Processo Girmes, II ZR. 205/94 de 20/11/1995*
- BGHZ** - *Processo Kochs Adles, NJW, 107, 296, 1989, 2689, Jus, 1990*
- TRC** - *Processo n.º 2446/04; Ac. de 30/11/2004; disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrc.nsf/c3fb530030ea1c61802568d9005cd5bb/99fb9658626097e180256f8d00535690?OpenDocument>*